

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LA

CONVERSION AVEC SOULTE

(Étude des conversions avec soulte réalisées en France)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*L'acte public sur les matières ci-après sera soutenu le Jeudi 27 Mai 1909,
à 2 heures 1/2 de l'après-midi*

PAR

G. CHAUVIN

Président : M. ACQUELIN, professeur.

*Suffragants : { MM. MARCEL BARTHELEMY, professeurs.
HICIER, agrégé.*

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL J. B. SIREY ET DU JOURNAL DU PALAIS

Ancienne Maison L. LAROSE et FORGEL

22, rue Soufflot, PARIS, 5^e Arrond.

L. LAROSE & L. TENIN, Directeurs

1909



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LA
CONVERSION AVEC SOULTE

(Étude des conversions avec soulte réalisées en France)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*L'acte public sur les matières ci-après sera soutenu le Jeudi 27 Mai 1909,
à 2 heures 1/2 de l'après-midi*

PAR

G. CHAUVIN



Président : M. ACQUELIN, professeur.

*Suffragants : { MM. MARCEL BARTHELEMY, professeurs.
HICIER, agrégé.*

LIBRAIRIE
DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL J. B. SIREY ET DU JOURNAL DU PALAIS
Ancienne Maison L. LAROSE et FORCEL
22, rue Soufflot, PARIS, 5^e Arrond.
L. LAROSE & L. TENIN, Directeurs

1909

PRÉFACE

Si le système de conversion avec soulte a fréquemment soulevé de vives critiques, soit dans des discussions d'économistes ou d'hommes politiques, soit dans des articles de revues, si même il a donné lieu à quelques remarques dans les traités de finances il n'a pas encore fait, semble-t-il, l'objet d'une étude spéciale, où son mécanisme serait exposé, ses principaux effets établis et appréciés : tel est le but du présent ouvrage.

Ainsi comprise, cette étude aura un caractère très élémentaire : non seulement ce livre n'est pas un répertoire de toutes les combinaisons qualifiées de conversions avec soulte, mais il ne présente même pas sous tous leurs aspects les quelques conversions prises comme exemples. Ces dernières sont uniquement envisagées quant à leurs effets généraux ; les questions de droit civil et certaines difficultés d'ordre secondaire qu'elles pouvaient soulever ont été résolument écartées malgré leur intérêt.

Bien plus, ce qui semblera moins excusable, les chiffres officiels donnés pour ces conversions ont été acceptés sans aucune discussion ; or on n'ignore pas qu'un gouvernement peut avoir certain intérêt à modifier, ou du moins à présenter d'une certaine façon le résultat d'une opération destinée le plus souvent à remédier au déficit du budget. Néanmoins ces chiffres

n'ont été soumis à aucune critique : un tel travail exigerait en effet la communication de documents qui ne sont pas en circulation dans le public ; il exigerait surtout une connaissance approfondie de la structure de nos budgets et de l'organisation de nos finances ; il entraînerait enfin des développements hors de proportion avec cet ouvrage. Au reste cette lacune, si elle ne permet pas d'atteindre à une précision toujours désirable en matière financière, ne constitue-t-elle pas pour cette étude un vice fondamental. Bien rarement, sans doute, des rectifications, à supposer qu'elles soient nécessaires, dépasseraient quelques millions : or, avec les chiffres énormes des fonds de la dette publique, de telles différences, appréciables en elles-mêmes, sont relativement insignifiantes, et ne suffiraient certes pas à modifier le sens d'un jugement général porté sur une conversion.

Ainsi réduit, le sujet de la conversion avec soulte est encore suffisamment vaste.

Rechercher quelle est la signification, le contenu de l'expression de conversion avec soulte, tel sera l'objet de la première partie.

La deuxième sera consacrée à examiner comment se comporte ce système en pratique, à étudier par conséquent divers exemples de conversions avec soulte : en matière financière surtout, il importe, à peine de s'égarer dans de vaines discussions, de s'en tenir à l'enseignement des faits. Ainsi s'explique le développement donné à cette partie de l'ouvrage.

Dans une troisième et dernière partie enfin nous essaierons de dégager certains caractères communs aux opérations ainsi examinées et d'établir une conclusion.

PREMIÈRE PARTIE

CHAPITRE UNIQUE

Qu'est-ce qu'une conversion avec soulte ?

Un Etat dans des circonstances difficiles — guerres, troubles, calamités quelconques — a dû émettre des rentes 5 %, c'est-à-dire a promis 5 francs d'intérêt annuel par 100 francs de capital dont il se constituait débiteur ; mais, par suite des progrès de son crédit, il est assuré de trouver à 4 % le capital destiné à rembourser cette ancienne dette : il aura recours à une conversion, c'est-à-dire mettra ses créanciers dans l'alternative de recevoir leur remboursement ou un nouveau titre ne rapportant plus que 4 % (1). En droit l'acceptation de ce titre est purement facultative pour les rentiers : seul, l'Etat ne peut remplacer l'ancien contrat de rente par un nouveau ; pour que

(1) Cf. Boucard et Jèze. *Eléments de la science des finances et de la législation financière française*, 2^e édition 1902. Tome I, p. 386.

Labeyrie. *Théorie et histoire des conversions de rentes*, Paris 1878, p. 64.

« D'une façon générale une conversion est une opération financière au moyen de laquelle un Etat fait disparaître une dette ancienne et la remplace par une dette constituée à des conditions différentes. » (Léon Say, *Dictionnaire des finances* 1889. — Conversions, p. 1256).

cette novation se produise, il faut nécessairement le consentement de l'autre partie.

Mais en fait, il est facile de rendre cette acceptation forcée. Une rente perpétuelle peut toujours être remboursée au pair, sauf stipulation formelle en sens contraire (1). Si le nouveau fonds donne un revenu égal à celui des placements de même catégorie, et représente une valeur légèrement supérieure à la somme remboursable, les rentiers auraient grand tort de ne pas l'accepter (2). Ils seront donc contraints, en quelque sorte par les circonstances, à subir la réduction d'intérêt. De son côté, l'Etat verra déchargé d'autant le service de sa dette, sans avoir besoin de recourir, sauf pour de rares obstinés, à une double opération de remboursement et d'em-

(1) Observons qu'au contraire les rentiers ne peuvent jamais demander leur remboursement. L'Etat est donc maître de maintenir à son gré la situation établie par le contrat de rente ; des modifications à ce contrat devraient donc toujours lui être avantageuses.

Cf. Paul Leroy Beaulieu. *Traité de la science des finances* 1906, tome II, p. 512.

(2) Cf. C^{te} de Labry. *Les conversions des emprunts russes*, Paris 1895. Les conversions sont ordinairement effectuées « de façon « que les créanciers soient encore plus lésés par le remboursement « du capital que par la réduction d'intérêts et qu'ils choisissent « cette réduction » (p. 3).

Raphaël Georges Lévy. *Les conversions de rentes* (conférence faite au Cercle St-Simon, le 5 mai 1886), Paris 1886, p. 32. « Il faut... faire aux rentiers quelques avances tangibles et qui les décident à accepter la conversion, non seulement avec résignation, mais même avec une sorte de reconnaissance envers l'Etat ».

La rente offerte devra donner un intérêt suffisant pour que, dans la situation présente du marché, elle atteigne au moins le pair c'est-à-dire une valeur équivalente aux 100 fr. remboursables de l'ancienne dette. (Cf. Joseph Garnier. *Traité des finances*, 3^e éd.

prunt, qui, pour des sommes importantes, serait longue, dangereuse et parfois même impossible (1).

Cette économie, dûe à une réduction d'intérêt, se traduit normalement par un allègement des charges annuelles de la dette publique. Mais un tel résultat n'est pas inéluctable : on peut utiliser autrement la réduction d'intérêt obtenue : tel est le cas de la conversion avec soulte. Malgré la réduction d'intérêt, les rentiers conservent leurs revenus antérieurs et l'Etat assume invariablement les mêmes charges ; par contre, dans l'échange de titres qu'opère la conversion, ces rentiers doivent verser à l'Etat une certaine somme d'argent, une soulte — d'où le nom générique donné aux conversions de ce genre (2).

1872, p. 239). Elle devra même être cotée quelques points au-dessus du pair, de façon que son acceptation soit plus avantageuse que le remboursement de la rente convertie.

Cette dernière précaution a un autre but : la conversion dure un certain temps, et les cours ne restent presque jamais invariables ; si la rente nouvelle était exactement au pair, une baisse, même légère, l'amènerait à valoir moins que la somme remboursable, invariable, elle : cette rente ne serait plus demandée, et la conversion échouerait. Quelques points au-dessus du pair constitueront une marge suffisante. Si la chute des cours était trop sensible, il faudrait ajourner l'opération. Mais une telle éventualité n'est pas à prévoir : la conversion ne doit être entreprise, que si les événements ne semblent pas devoir s'opposer à sa réussite.

(1) Allix. *Traité élémentaire de sciences des finances et de législation financière française* 1907, p. 503 et s.

Cf. Boucard et Jèze, *op., cit.*, p. 387. Labeyrie, *op., cit.*, p. 57. Raphaël Georges Levy, *op., cit.*, p. 17.

(2) Peut-être cette expression est-elle juridiquement très contestable : pour parler de la soulte on matérialise l'ancien et le nouveau contrat, et l'on considère seulement le remplacement, l'échange qui s'opère entre eux. En réalité, la conversion n'est pas un échange,

Appliquons ce procédé à une conversion au pair de 5 en 4 %. Les rentiers porteurs d'une inscription de 5 francs de rente 5 % devraient normalement la voir réduite à 4 francs en 4 % : cette nouvelle rente suffirait à les désintéresser complètement. Au lieu de cela l'Etat va leur offrir une nouvelle inscription de 5 francs en 4 % ; mais le 4 % étant au pair, par hypothèse, cette inscription vaut 125 francs et l'Etat n'en doit que 100 : l'Etat réclamera aux rentiers les 25 francs de différence : ce sera la soulte. La conversion avec soulte apparaît donc comme une opération dans laquelle l'Etat met ses créanciers dans l'alternative de recevoir leur remboursement au pair, ou d'accepter, moyennant versement d'une certaine somme au Trésor, l'inscription de leur revenu antérieur en rente portant un intérêt réduit.

Comparons ce système avec le procédé normal :

Par la conversion avec soulte, l'Etat, malgré la réduction d'intérêt, maintient invariable le chiffre des arrérages de sa dette ; au taux du marché, les rentes émises suffisent non seulement à compenser l'ancien emprunt, mais elles procurent en plus au Trésor un certain capital disponible. Au fond il y a donc un nouvel emprunt, destiné à combler le vide occasion-

mais une novation : dans notre cas, une novation avec augmentation du capital de la dette et réduction de l'intérêt. Mais cette notion d'échange, si choquante pour des juristes, a du moins l'avantage de simplifier l'exposé du système. Aussi, dans le cours de cet ouvrage, pourra-t-on parfois considérer la conversion sous cet aspect ; ce ne sera évidemment qu'une fiction, qui, nous l'espérons, n'entraînera pas de confusion sur la véritable nature de l'opération.

né par la conversion dans le service de la dette : les rentes supplémentaires sont égales à la réduction d'arrérages résultant de l'abaissement de l'intérêt, le capital obtenu est proportionnel au prix de ces rentes sur le marché. Une économie annuelle sur les intérêts de la dette est ainsi transformée en une redevance payée une fois pour toutes.

Du côté des rentiers, le même phénomène se présente sous un autre aspect ; par le versement d'une certaine somme au Trésor, ils vont s'assurer la conservation du revenu qu'ils auraient dû perdre : pour eux il y a achat de la rente, en quantité suffisante, pour compenser la diminution de leur revenu résultant de la réduction d'intérêt.

En résumé, le bénéfice de la réduction d'intérêt, au lieu d'être employé à un allègement du budget, est destiné à assurer le service d'un nouvel emprunt.

Cet emprunt présente une particularité caractéristique : fondé sur une réduction d'intérêt, il est déterminé dans son montant par cette réduction ; il n'y aura conversion avec soulte que dans la mesure où le service de la nouvelle dette sera assuré par les bénéfices de la conversion. Si les intérêts du nouvel emprunt montaient à un chiffre supérieur à l'économie réalisée, il n'y aurait plus qu'un lien tout artificiel entre l'ancienne dette et la portion supplémentaire de ce nouvel emprunt. D'un autre côté, si les rentes nouvellement créées étaient insuffisantes pour absorber l'économie obtenue par la conversion, de deux choses l'une : ou le gouvernement en maintenant aux rentiers leur revenu antérieur à des condi-

tions trop favorables n'aurait pas su profiter de la réduction d'intérêt réalisée, — ou, malgré la soulte, les rentiers subiraient une diminution de leur revenu, mais une diminution moindre que s'ils n'avaient rien versé au Trésor. Dans ce dernier cas la conversion avec soulte ne serait que partielle ; elle serait jointe à une conversion ordinaire également partielle. Hâtons-nous d'ajouter que ces hypothèses, utiles peut-être pour mieux étudier le caractère de la conversion avec soulte, ne présentent aucun intérêt pratique. L'adjonction, à une conversion avec soulte partielle, d'un nouvel emprunt ou d'une conversion entraînant réduction du revenu, compliquerait non seulement beaucoup toute l'opération, mais viendrait anéantir les arguments généralement invoqués en faveur de la conversion avec soulte : pour l'Etat non augmentation des charges publiques, et pour les rentiers maintien du revenu antérieur.

Nous sommes ainsi amenés à cette conclusion : l'*invariabilité* des arrérages de la dette publique et du revenu des rentiers, *malgré la réduction d'intérêt*, est un des caractères essentiels de la conversion avec soulte.

Il ne suffit pas, pour avoir une conversion avec soulte, d'un emprunt absorbant l'économie obtenue, de façon à maintenir sans changement les charges annuelles de la dette publique : il faut, en outre, que ce résultat soit atteint par une seule opération. En 1824, M. de Vilelle proposait une conversion pour utiliser, dans la suite, l'économie ainsi obtenue à faire un nouvel emprunt : il aurait ainsi obtenu le capital destiné à indem-

niser les émigrés sans augmenter le service de la dette (1). Il n'y avait pas pourtant là une conversion avec soulte, mais seulement une conversion suivie d'un emprunt. Nécessairement la conversion avec soulte doit être une opération unique, où le nouveau contrat proposé par l'Etat opère immédiatement, à la fois la conversion et l'emprunt, où la novation de la dette ne fait pas seulement disparaître l'ancienne rente, mais engage le rentier au versement d'un certain capital à titre de soulte. L'expression de conversion avec soulte n'implique pas seulement un certain résultat, mais une méthode déterminée.

Dans une telle opération l'emprunt n'est plus guère apparent. Une conversion ordinaire suppose déjà un emprunt destiné à remplacer la dette convertie ; cet emprunt est difficile à discerner quand les rentiers acceptent la conversion : dans ce cas, ils paraissent plutôt se résigner à une transformation de leurs titres que souscrire à une nouvelle émission, ce qui est pourtant au fond des choses. A cet emprunt déjà peu apparent, le système de la soulte vient en adjoindre un second ; celui-ci se fondera d'autant plus facilement avec le premier, qu'il sera représenté le plus souvent par une rente de même nature, acceptée en même temps par les rentiers. Ajoutons que les nouvelles inscriptions sont remises à leurs titulaires sans que l'Etat indique le revenu correspondant à la soulte.

Pourtant ces deux emprunts ont des causes différentes.

(1) Labeyrie, *op.*, *cit.*, p. 233.

L'un est destiné à rembourser le capital nominal de l'ancienne dette, il est inévitable. L'autre utilise les ressources rendues disponibles par la réduction de l'intérêt ; il n'est aucunement indispensable à la conversion.

Toutefois l'emprunt correspondant à la soulte peut être rendu assez apparent par l'augmentation du capital nominal de la dette ; 5 francs en 5 % correspondaient à un capital nominal de 100 francs ; en 4 % il faut y ajouter le capital représenté par 1 franc de 4 %, c'est-à-dire 25. Au contraire, la conversion simple au pair laissait invariable le capital nominal de la dette publique. Peut-être cette augmentation de capital nominal eût-elle rendu trop évident l'emprunt indirect résultant de la soulte, si cette soulte avait été demandée dans une conversion au pair : il semble bien en effet que la pratique n'en offre pas d'exemple. Mais il suffit que ce système soit théoriquement concevable et nous avons cru devoir le prendre pour exposer la théorie des conversions avec soulte, afin de simplifier le plus possible.

Le système de la soulte s'adapte sans difficulté à tous les procédés de conversion entraînant une réduction d'intérêt ; dans tous les cas, il suffit de maintenir invariable le revenu des rentiers et de leur faire payer, au taux du nouvel emprunt, la portion de rente qui aurait dû leur être retranchée par la conversion.

Signalons notamment l'emploi de la soulte dans des conversions au-dessous du pair ; ces conversions reposent sur ce principe : que des rentes au-dessous du pair se capitalisent à

un taux moindre que des rentes rapprochées du pair et représentent par conséquent le maximum du crédit de l'Etat (1). En remboursant son ancienne dette au moyen d'un emprunt au-dessous du pair, l'Etat pourra donc obtenir une réduction plus forte d'intérêt. Par exemple au lieu de convertir du 5 % en 4 % au pair, il opérera cette conversion en 3 % ; ce dernier est coté 80 francs et donne ainsi un intérêt réel de 3,75 % ; au lieu de 4 francs de 4 %, 3 fr. 75 de 3 % suffiront à rembourser l'ancienne rente ; le supplément d'économie est de 0.25 %. Qu'au lieu de réduire le revenu des rentiers dans ces proportions, l'Etat leur maintienne malgré la conversion leur revenu antérieur de 5 francs, ces rentiers devront une soulte correspondant aux 1 fr. 25 de rente ainsi conservés, soit en 3 % à 80 francs, 33 fr. 25, l'Etat touchera à titre de soulte 8 fr. 25 de plus que dans la conversion au pair ; à une réduction d'intérêt plus forte correspondra une soulte plus élevée.

Supposons encore que, sans imposer le remboursement au pair, l'Etat croie pouvoir faire accepter de ses créanciers une nouvelle rente de moindre intérêt : la conversion sera alors facultative. Dans ce cas aussi il pourra offrir aux rentiers une inscription de la nouvelle rente leur assurant leur revenu antérieur et leur demander en retour une certaine somme d'argent. Mais la conversion étant facultative, cette soulte sera payée par les rentiers de leur plein gré.

(1) Voir notamment l'exposé très clair des conversions au-dessous du pair dans Allix, *op. cit.*, pages 538 et 539.

Le système de la soulte nous apparaît donc comme un moyen de recueillir les bénéfices procurés par une conversion entraînant réduction d'intérêt ; il vient s'adjoindre, se superposer à cette conversion ; mais celle-ci demeure avec ses qualités et ses défauts, ses avantages et ses inconvénients le fondement même de toute l'opération. Aussi, dans les résultats généraux d'une conversion avec soulte, devons-nous distinguer ce qui résulte du mode employé de réduction d'intérêt ; sauf à étudier si le système de la soulte ne présente pas en lui-même des avantages ou des inconvénients propres, et s'il ne vient pas contrebalancer ou accentuer certains effets de la conversion à laquelle il est adjoint.

Jusqu'ici la conversion avec soulte nous est apparue comme étroitement liée à une réduction d'intérêt. Ne faut-il pas aussi ranger dans cette catégorie de conversions certains procédés analogues, destinés à procurer à l'Etat des ressources pécuniaires, mais non fondés sur une réduction d'intérêt ? Prenons l'exemple assez souvent proposé comme type des conversions avec soulte (1) : une rente de 5 francs 5 % est cotée sur le marché 107 francs ; l'Etat pourrait offrir le remboursement au pair ou un titre nouveau de 4 1/2 % ; mais il a besoin de capitaux. Il renoncera pour dix ans à son droit de conversion, abandonnant ainsi aux rentiers un revenu annuel de 0 fr. 50 pendant ces dix années ; mais en retour, il exigera immédiatement des rentiers un capital représentant la valeur

(1) Labeyrie, *op. cit.*, p. 131.

de ces dix annuités, soit 3 fr. 9565, ou plutôt, pour faciliter l'opération, un capital un peu inférieur, 3.75 par exemple. Avant toute discussion, observons que ce procédé n'a jamais été qu'une construction théorique et n'a guère le caractère pratique indispensable à toute mesure financière. Non fondé sur le droit de remboursement, il constituerait un véritable chantage de la part du gouvernement ; si au contraire le remboursement était possible, le ministre aurait peu de succès qui userait si mal des circonstances. Néanmoins, l'étude développée de ce système nous conduira à bien préciser la notion de conversion avec soulte.

Evidemment, dans ce cas, la soulte n'est pas la conséquence directe d'une réduction d'intérêt. La rente semble être la même, l'Etat se borne à payer aux rentiers la sécurité qu'il leur accorde. Il semble même qu'il n'y ait pas conversion à proprement parler ; il n'y a pas remplacement d'une dette par une autre : la garantie ainsi accordée moyennant finance paraît insuffisante pour entraîner la novation, caractéristique de la conversion ; cette garantie en effet n'est-elle pas secondaire et accessoire ? (1)

Un tel raisonnement n'est pourtant pas convaincant ; dans la théorie générale de la novation l'adjonction d'une garantie n'est pas considérée comme suffisante, parce qu'elle n'affecte pas l'existence même de l'ancienne dette ; mais dans notre cas particulier, il n'en est plus ainsi : si les rentiers refusent d'acheter, par la soulte, la garantie offerte, leur créance dispa-

(1) Planiol. *Traité élémentaire du droit civil*, tome II, n° 529.

raîtra par suite du remboursement au pair : cette garantie est-elle dès lors si accessoire pour l'existence du contrat de rente ? Malgré l'invariabilité du taux, on peut donc considérer la nouvelle rente comme distincte de l'ancienne et dire qu'il y a dans ce cas une véritable conversion : ce serait alors, semble-t-il, une conversion avec soulte non fondée sur la réduction d'intérêt.

Mais ce serait trop s'attacher aux apparences : au fond de ce système se retrouve encore la réduction d'intérêt ; la seule nouveauté consiste à utiliser d'une manière spéciale l'amélioration du crédit public. Dans une conversion ordinaire, l'Etat mettait les rentiers dans l'alternative de recevoir leur remboursement au pair ou une nouvelle rente à taux réduit : au moyen de cette rente la réduction était définitivement établie. Dans le système examiné, le désavantage résultant du remboursement au pair exerce une autre action ; au lieu de pousser les rentiers à accepter d'une manière définitive un titre moins avantageux, il les force uniquement à considérer la situation présente comme devant se prolonger pendant un nombre déterminé d'années, à admettre par suite que pendant cette période le taux possible de l'intérêt sera constamment inférieur au taux de leurs rentes. En somme les rentiers sont amenés à tenir la réduction d'intérêt pour réalisée pendant un certain nombre d'années. Dans ce système la fixité du taux nominal est donc beaucoup plus apparente que réelle.

L'innovation, d'ailleurs, n'est pas à l'abri des critiques. Pour-

quoi recourir à une réduction temporaire quand une réduction définitive eut été possible ? L'Etat sacrifie une occasion qui de longtemps peut-être ne se représentera plus. Sans doute, à l'expiration du délai, de garantie les circonstances pourront permettre une nouvelle conversion ; mais n'est-ce pas trop compter sur l'avenir ? Cette conversion pourra n'être plus réalisable, ce qui entraînera pour l'Etat des sacrifices imprévus.

Par contre ce système présente un avantage ; dans la conversion avec soulte ordinaire l'Etat obtient une certaine somme d'argent en se reconnaissant débiteur d'une rente perpétuelle ; dans notre cas, à l'expiration du délai, l'Etat se trouve déchargé des obligations qu'il a assumées ; il y a bien encore emprunt, mais emprunt amortissable, remboursé progressivement au moyen d'annuités fixes. Même, comme la garantie accordée n'est généralement pas très longue, — une dizaine d'années, — cet amortissement est rapide. C'est là un avantage incontestable.

Si l'on considère le résultat final de cette conversion il n'y a pas eu augmentation du capital de la dette : il y a eu pourtant aggravation des charges publiques puisqu'on a renoncé à une réduction si assurée qu'on pouvait la considérer comme acquise ; l'ancienne rente non garantie et la nouvelle rente irremboursable ne sont pas des dettes équivalentes.

Quoi qu'il en soit, ce système nous amène, semble-t-il, à une théorie plus large des conversions avec soulte : par suite de la garantie, la rente nouvelle vaut plus que l'ancienne rente

convertie : la soulte provient de cette plus-value sans qu'il ait été nécessaire de réduire le taux nominal de la dette. Dès lors pourquoi vouloir rattacher uniquement les conversions avec soulte à la plus-value résultant du maintien des inscriptions antérieures en une rente d'intérêt réduit ? L'inégalité de valeur des rentes échangées ne suffirait-elle pas à fonder une conversion avec soulte ? Par exemple, l'Etat pourrait remplacer une rente soumise à l'impôt par une rente de même taux nominal mais affranchie de charges fiscales, une rente payable en argent ou en papier monnaie par une rente de même taux payable en or (à supposer une prime de l'or), etc..... Ces dernières rentes ayant plus de valeur, l'Etat pourrait, dans ces conversions, obtenir des rentiers certaines compensations en argent.

Une remarque tout d'abord s'impose. Quelle que soit la plus-value des nouveaux titres, elle ne saurait à elle seule servir de fondement à une soulte. Le plus souvent en effet la conversion n'est entreprise que sur une rente ayant dépassé le pair ; un nouveau fonds de même taux et de valeur supérieure dépassera le pair encore plus ; les avantages accordés n'auront donc aucune valeur pécuniaire, car ils pourront être anéantis par un prochain remboursement, par une conversion ; sans doute ils seront conservés en apparence, mais ils permettront une plus forte réduction d'intérêt, proportionnelle à leur valeur. Par exemple, des fonds d'Etat 5 % étaient soumis à un impôt de 10 % sur leur revenu et, dans

ces conditions étaient convertibles en 4 % ; qu'on exempte d'impôts la rente 5 %, sa conversion sera très facile en 3 3/4 % ; le revenu réel en effet n'est pas plus atteint dans le second cas que dans le premier et lui seul importe. Ainsi de tels avantages seraient trop éphémères pour être raisonnablement payés par les rentiers ; seule la garantie du nouveau fonds contre la conversion leur donnera quelque réalité et dans ce cas leur valeur sera proportionnelle à la durée de cette garantie. Le procédé est analogue à celui déjà examiné. Il y a là aussi un emprunt amortissable contracté sans augmentation du capital nominal de la dette.

Mais toutes ces transformations de la dette ne méritent pas le nom de conversion. Le prix d'une rente est en proportion des avantages qu'elle procure aux rentiers, ou, autrement, des sacrifices qu'elle impose à l'Etat ; dans les cas précédents, la plus-value qu'implique la soulte résulte d'une transformation de la dette évidemment défavorable pour le Trésor ; est-ce conforme à l'idée de conversion ? Une mesure qui, à l'origine, n'avait pour but que la réduction des charges publiques, peut-elle être à ce point transformée sans perdre et son caractère et son nom ?

On s'explique fort bien néanmoins comment de tels procédés arrivent à être qualifiés de conversion. Les charges nouvelles ainsi assumées peuvent être facilement dissimulées dans le budget et se trouver transportées dans des chapitres étrangers au service de la dette. Prenons en exemple la soulte

obtenue grâce à une exemption d'impôts ; les sacrifices qui en résultent pour l'Etat ne vont pas se traduire par des dépenses nouvelles mais uniquement par une diminution de recettes ; le gouvernement n'aura pas grand effort à faire pour que ces sacrifices soient inaperçus. Ajoutons que le sens très général de novation donné fréquemment en pratique au terme conversion vient encore contribuer à cette confusion.

En réalité, pourtant, il s'agit bien plus ici d'emprunt que de conversion. L'Etat prend de nouveaux engagements pour obtenir de nouvelles ressources ; mais au lieu d'être représentés par des titres indépendants, ces engagements viennent se fondre avec les rentes déjà existantes : les rentiers sont seuls admis à en profiter et dans la mesure de leurs créances. Ce qui est fondamental dans une opération de cette nature, c'est l'emprunt ; seul, le besoin d'argent a poussé l'Etat à aggraver une dette dont les rentiers ne pouvaient lui demander le remboursement. Sans soulte, une conversion de ce genre ne se concevrait pas, elle n'existe que par l'emprunt ; elle ne pourrait pas subsister à l'état libre ; nous sommes donc ici hors du domaine des *conversions avec soulte*.

Parfois sans doute une réduction d'intérêt, entreprise surtout pour permettre un emprunt, aura été chèrement acquise ; mais au moins aura-t-on pu invoquer un semblant d'allègement du service de la dette, une apparence de conversion. Qu'au contraire l'existence indépendante de la conversion ne soit pas admissible, nous ne pensons pas que l'opération puisse être qualifiée de conversion avec soulte, quoique la

nouvelle dette soit rattachée à l'ancienne, quoique dans cette transformation une soulte revienne à l'Etat. En résumé nous n'admettrons l'appellation de conversion avec soulte que si l'emprunt réalisé au moyen de la soulte vient s'adjoindre, se superposer à une conversion véritable.

Assurément il n'est pas facile de déterminer d'une façon précise où finit le domaine des conversions avec soulte. De ce procédé d'emprunt fondé sur une conversion à d'autres modes d'emprunt indirect, — faussement qualifiés de conversions avec soulte, mais où en réalité la conversion n'existe plus, — il y a une série de graduations insensibles. Il est impossible de dire avec certitude quand, la conversion s'évanouissant, nous ne devons plus parler de conversion avec soulte. Le sens trop général du terme conversion, pris souvent en pratique comme synonyme de novation, contribue à rendre plus vague encore cette démarcation.

Une autre question se pose : dans une conversion avec soulte, la soulte ne pourrait-elle pas être aussi bien à la charge de l'Etat qu'à la charge des rentiers ? Il suffit de supposer que la nouvelle rente offerte n'a pas une valeur suffisante pour désintéresser les rentiers ; l'Etat devrait leur fournir une compensation en numéraire. Cette opération ne serait-elle pas encore une conversion avec soulte ?

Remarquons d'abord que cette supposition est assez peu vraisemblable.

Si la nouvelle rente a un revenu inférieur à la somme rem-

boursable, c'est que son revenu est trop faible ; or l'Etat a suffisamment de liberté pour fixer ce revenu ; s'il ne peut choisir un taux d'intérêt par trop incommode, il peut du moins faire varier le montant des inscriptions. Comment dans ces conditions s'exposerait-il à payer une soulte ?

D'autre part, à l'Etat appartient l'initiative des conversions : il décide à quelles époques et dans quelles conditions elles se feront : on envisage donc plutôt ces opérations du côté de l'Etat et quand on parle de soulte, logiquement, ce doit être au profit du Trésor et à la charge des rentiers.

Admettons néanmoins l'hypothèse de la soulte à la charge de l'Etat. Le terme soulte n'implique pas une compensation (1) quelconque de la part de l'Etat, mais une compensation en argent. Tout autre avantage en nature, comme le paiement des arrérages en numéraire, ou à des époques plus rapprochées, ou sans retenue d'impôts, quoique ayant certains

(1) Ce caractère de compensation semble constituer une des plus notables différences entre la prime et la soulte. Cette dernière a pour but de permettre la conclusion d'un nouveau contrat moins avantageux pour les rentiers que le premier; la prime au contraire semble uniquement destinée à faciliter une affaire déjà possible en elle-même. La soulte serait un droit, la prime une faveur.

La prime présenterait de la sorte beaucoup plus d'indépendance que la soulte ; la soulte est déterminée par la compensation à accorder aux rentiers à raison du nouveau contrat, alors que la prime peut être fixée plus arbitrairement, dans des limites assez modestes, il est vrai.

Autre différence ; peut être la prime pourrait-elle être fournie tantôt en argent, tantôt en nature, alors que la soulte serait toujours payable en argent.

effets pécuniaires ne peut être considéré comme une soulte. Il ne suffirait même pas que l'Etat se reconnaisse débiteur d'une certaine somme à titre de soulte, autrement dit qu'il augmente le capital nominal de sa dette. Cette compensation n'entraînant qu'un versement à très lointaine échéance et assez problématique (1) apparaîtrait bien plutôt comme une créance, avantage en nature, que comme une véritable soulte. En résumé, la soulte implique un paiement immédiat de la part de l'Etat.

Mais on se heurte alors à d'insurmontables obstacles : à la charge des rentiers, la soulte est fournie par un grand nombre de personnes et représente pour chacune un sacrifice relativement peu considérable ; à la charge de l'Etat, au contraire, elle forme une masse effrayante. Jamais une conversion se présentant sous cet aspect ne serait acceptée : elle *paraîtrait* désavantageuse. De plus, l'Etat serait dans l'impossibilité de se procurer les sommes nécessaires à une telle opération.

Admettons d'ailleurs que, par impossible, cette opération soit réalisée : en réalité l'ancienne dette n'est pas convertie tout entière, une partie est remboursée : il y a là un remboursement partiel adjoint à une conversion.

Aucun doute ne peut donc subsister : le terme conversion

(1) Si, comme il est très probable, cette nouvelle dette est perpétuelle ou à très longue échéance, elle devra, pour avoir quelque valeur, être négociable ; et elle aura alors un prix plus ou moins élevé suivant les fluctuations du crédit public.

avec soulte implique que la soulte est versée par les rentiers (1).

En résumé, la conversion avec soulte semble impliquer trois

(1) Nous ne pensons pas devoir accorder une étude spéciale au mode de conversion avec soulte (à la charge des rentiers) proposé en 1824 par M. Auguste Lambert et exposé dans son « Système des emprunts français ou réduction de la dette nationale ». (Rapporté par Labeyrie, *op.*, *cit.* Conversion par réduction du capital, p. 145.) Non seulement ce système ne semble avoir aucune valeur pratique, mais il est sans utilité pour faire mieux saisir le mécanisme des conversions avec soulte.

Voici en quoi il consiste : au lieu de demander de l'argent aux rentiers, l'Etat se contente, à titre de soulte, d'une remise partielle de sa dette envers eux ; il faut en même temps maintenir la fixité des arrérages servis aux rentiers, caractéristique de toute conversion avec soulte : ces deux résultats sont atteints par l'augmentation du capital nominal de la dette publique. Une rente 5 %, par exemple, est cotée 110 fr. et par conséquent convertible en 4 1/4 % au pair. L'Etat continuera à payer aux rentiers 5 fr. de rente, mais en 6 % ; il ne devra plus ainsi qu'un capital de 83.33 par chaque titre de 5 fr. de rente : la dette sera réduite d'1/6 en capital par le fait de cette conversion.

Mais nombreuses sont les objections contre ce système. Il faut supposer d'abord, remarque M. Labeyrie, que l'Etat n'ait aucun intérêt à réduire les charges annuelles de sa dette, ce qui est rare. Ajoutons que le Trésor ne recevant aucun capital, tout le bénéfice de cette opération se trouve reporté au moment où l'Etat remboursera sa dette, c'est-à-dire, pour beaucoup de pays, dans un futur très vague.

D'un autre côté, pour que cette conversion réussisse, le 6 %, destiné à remplacer le 5 %, devrait être au moins coté 120 fr. : il n'a pourtant qu'une valeur nominale de 100 fr. et sera remboursable à ce taux. La perte qu'entraînera ce remboursement ne sera que la soulte elle-même qui sera, alors réellement payée par les rentiers : nous revenons ainsi au système type de conversion avec soulte.

Bien plus, le rentier subira toujours immédiatement l'effet de cette conversion. Le nouveau fonds, cédé à un prix très élevé, renferme la soulte en quelque sorte ; une fois la conversion réalisée, il redescendra fatalement aux environs du pair puisqu'il

caractères principaux : 1° une réduction d'intérêt obtenue par la conversion ; 2° la fixité des arrérages de la dette convertie ; 3° le versement à l'Etat d'une certaine somme d'argent.

sera convertible après un certain délai, si long soit-il. Cette baisse sera équivalente pour le rentier au paiement de la soulte.

Mais à quelles spéculations effrénées donneront lieu de telles variations. Et puis comment, pendant la durée de l'opération maintiendra-t-on la nouvelle rente aux cours élevés qui sont indispensables au succès ? Ne se heurtera-t-on pas alors aux habitudes du marché où jamais un fonds ne dépasse très sensiblement le pair ?

Un système analogue de réduction du capital nominal de la dette est indiqué par M. Joseph Garnier dans son *Traité des finances*, 3^e édition 1872, d'après l'écrit d'un publiciste italien : *Le Droit des contribuables et la Dette publique*, par M. Vintimille de Geraci (Paris-Durand 1870, in-8°). Le maintien du même revenu pour les rentiers entraînerait « le remplacement du chiffre nominal du capital de la dette par le chiffre de la valeur réelle. » — Mais on n'indique pas par quelle combinaison de taux on arrive à ce résultat.

DEUXIÈME PARTIE

Étude des conversions avec soulte réalisées en France

Il nous faut maintenant rechercher et étudier les principaux cas de conversions avec soulte que peut nous fournir l'histoire financière ; aux caractères distinctifs que nous avons assigné à ces conversions, nous les reconnaitrons assez facilement parmi les nombreuses mesures concernant la dette publique. Mais bien qu'une opinion quelconque gagne à être établie d'après un grand nombre de faits, cette étude sera limitée aux conversions avec soulte françaises. Une conversion, en effet, ne peut être appréciée d'après les seuls textes qui l'établissent : pour la juger il importe de connaître les circonstances qui l'ont amenée, qui en ont facilité ou entravé le succès. Cette précaution est encore plus nécessaire, quand il s'agit d'opérations complexes comme les conversions avec soulte ; des erreurs sont d'autant plus à redouter, que les textes officiels cherchent souvent à dissimuler une partie de la vérité. Une étude des conversions étrangères eût entraîné des recherches, des traductions sortant des limites de ce modeste ouvrage.

Cette lacune d'ailleurs, pour regrettable qu'elle soit, n'est pas extrêmement gênante dans notre cas : en ce qui concerne les conversions avec soulte, la France semble détenir une peu enviable primauté. Non seulement un grand nombre de nations, comme l'Angleterre, la Russie, la Belgique, les Etats-Unis et l'Allemagne, n'ont jamais employé ce système, mais encore aucun des autres pays ayant eu recours à cette sorte de conversion n'a opéré sur des dettes aussi importantes. C'est d'ailleurs à nos financiers, semble-t-il, que revient l'invention du procédé.

Dans une étude sur les conversions avec soulte notre pays tient donc la première place et la principale ; si intéressantes que soient les opérations financières de cette nature accomplies à l'étranger, elles ne sauraient jamais occuper qu'une place secondaire dans un tel sujet.

Nous trouvons dans l'histoire de nos finances trois conversions avec soulte : celle de 1862, celle de 1875 et celle de 1887 ; chacune sera successivement étudiée.

CONVERSION DE 1862

À différents égards, la conversion de 1862 mérite un examen approfondi.

Tout d'abord elle fut, semble-t-il, la première manifestation du système de conversion avec soulte ; à ce titre son étude nous donnera d'utiles indications.

D'autre part, elle portait sur une fraction très importante de la dette publique (1) ; il ne s'agissait donc pas là d'un cas exceptionnel, dans lequel la modicité des intérêts en jeu permettait de négliger l'effet de certains principes ; au contraire, il fallait compter avec des nécessités s'imposant en général à toutes les conversions ; l'application étendue de ce nouveau procédé constituait une condition très favorable pour mettre en relief ses caractères fondamentaux.

Aussi le développement du sujet entraînera-t-il plusieurs

(1) Labeyrie, *op. cit.*, p. 420.

173.310.437 de rentes 4 1/2 représentant un capital	
nominal de	3.851.343.022 f.
2.112.015 de rentes 4 %.....	52.800.375
675.160 obligations trentenaires pour un ca-	
pital nominal de	337.580.000

Ce qui donne au total.... 4.241.723.397 f.

Or, dans le *Système financier de la France*, 3^e éd. 1863, livre III, p. 381. M. d'Audiffret évaluait à cette époque à 327.127.674 fr. les arrérages de la totalité de notre dette publique.

subdivisions ; après avoir sommairement exposé en quoi consistait cette conversion, nous l'examinerons successivement à deux points de vue, l'un surtout historique, l'autre plus spécialement critique ; nous retracerons d'abord son histoire : son origine, son vote et enfin ses résultats ; nous rechercherons ensuite, en trois sections spéciales, les avantages et les défauts de ses trois caractères principaux : de conversion facultative, — au-dessous du pair, — et avec soulte. Il ne restera plus enfin qu'à coordonner dans une vue d'ensemble les résultats partiels ainsi obtenus.

Exposé de la conversion

Par la conversion de 1862, l'Etat offrait aux rentiers la transformation de leurs titres 4 1/2 (1) et 4 % et de leurs obligations trentenaires 4 % en rentes 3 %. Cet échange était purement facultatif et il devait laisser intact le revenu de ceux qui l'acceptaient ; mais, sauf pour les obligations trentenaires, il ne pouvait être gratuit : par suite de différences de capitalisation entre le 3 % coté 71 (4.22 %) et le 4 1/2 coté 99.50 (4.52 %), les nouveaux titres valaient, à égalité de revenu,

Nous reproduisons ici le tableau qu'il donnait pour l'histoire de la dette inscrite. Arrérages

Jusqu'au 1^{er} avril 1814 la dette française ne dépassa pas 63.363.743 f.
Mais après 1815 elle s'éleva de 129.851.416

	Pour atteindre.	193.215.259
De 1816 à juillet 1830 elle fut réduite de.....		28.647.750

	Ce qui la laissa à	164.567.409
De 1830 à février 1848 elle fut augmentée de....		12.277.988

	Atteignant	176.845.397
Les troubles de 1848 l'aggravant de.....		53.923.496

	Elle atteignait au début du second Empire	230.768.893
De 1850 à 1862 elle s'accrut de.....		96.358.781

	Pour former un total de.....	327.127.674
--	------------------------------	-------------

(1) Ces rentes 4 1/2 provenaient de la conversion de 1852 et des emprunts de 1854 et 1855 pour 172.425.877, et remontaient à 1825 pour 884.560 fr. Labeyrie, *op.*, *cit.*, p. 420.

plus que les anciens, et l'Etat demandait aux rentiers une soulte.

Supposons en effet que le rentier ait opéré lui-même cette transformation sur 4 fr. 50 de 4 1/2 ; au cours de la Bourse il aurait vendu ce 4 1/2 99 fr. 50 ; mais pour racheter 4.50 de 3 %, il aurait dû dépenser, au cours de 71 francs, 106 fr. 50, c'est-à-dire 7 francs de plus qu'il n'avait reçu en vendant son 4 1/2 : tel était pour lui le prix de l'opération, sans compter les frais (2) qu'elle pouvait entraîner.

Mais l'Etat se chargeait de la transformation ; évidemment, il ne pouvait, sans compensation, recevoir des rentiers un titre de moindre valeur que celui à leur remettre ; seulement il opérait à des conditions plus avantageuses et ne demandait aux rentiers que 5 fr. 40 pour 4 fr. 50 de 4 1/2 et 1 fr. 20 pour 4 francs de 4 %.

(2) Dans l'exposé des motifs de la loi (*Mon. un.* du 29 janvier), M. Fould évalue ces frais à 1 fr. Il y comprend, il est vrai, « la différence entre les époques de jouissance entre les 2 fonds » ; cette différence, semble-t-il, ne doit pas être comptée ici car elle agissait déjà sur les cours. Le chiffre de 1 fr. serait donc un peu trop élevé.

CHAPITRE PREMIER

Historique

La conversion de 1862 marquait l'arrivée aux affaires publiques d'un nouveau ministre des finances, M. Fould. Celui-ci, par un mémoire retentissant, lu au Conseil des ministres le 12 novembre 1861 (1), avait signalé l'inquiétante situation de l'Empire (2) : le souverain s'était ému ; par une lettre insérée au *Moniteur* du 14 novembre, il annonçait « sa détermination de renoncer au pouvoir d'ouvrir, dans l'intervalle des sessions, des crédits supplémentaires ou extraordinaires » ; et, par un décret du même jour, il appelait M. Fould au ministère des finances.

Et en effet, des critiques contre la politique financière de l'Empire pouvaient être fondées sur de sérieux arguments : l'accroissement de la dette, l'élévation des charges publiques, le déficit des budgets (3).

(1) *Mon. un.* du 14 nov.

(2) « En étudiant la question financière il est facile de prévoir que, à moins d'un changement de système, nous nous trouverons bientôt en présence d'embarras très graves ». Mémoire du 12 nov. *Mon.* du 14).

(3) Néanmoins le budget de 1858 avait présenté un excédent de recettes (Mémoire du 12 nov.).

La dette consolidée qui, au 1^{er} janvier 1854, s'élevait à 222 millions de rentes représentant un capital de 5 1/2 milliards environ s'était augmentée rapidement : 71 millions de rentes formant un capital de 2.100 millions avaient été émis en 1854 et 1855 pour la guerre de Crimée ; 25 millions de rentes (852 millions de capital) en 1859 pour la campagne d'Italie (1).

A ces charges nouvelles, il fallait encore ajouter les intérêts et l'amortissement des obligations trentenaires créées depuis 1857 (environ 675.000 représentant 337 millions de capital nominal), soit des annuités de 20 millions.

Les impôts avaient suivi une aussi rapide progression, autant sous l'action de nouvelles lois fiscales que par suite du développement de la richesse nationale : de 1.300 millions en 1853 ils s'étaient élevés à 1.725 millions en 1861 (2).

Le déficit budgétaire « avait été de plus de 100 millions en 1860 et il menaçait d'atteindre 181 millions quand les comptes de l'année 1861 seraient apurés » (3). Même en comptant sur une annulation de crédits de 40 millions il n'en restait pas

(1) Joubert. <i>Les finances de la France. La rente et l'impôt</i> , p. 37.	
M. le Marquis d'Audiffret. <i>Système financier de la France</i> 1863.	
Liv. III, p. 397 énumère les emprunts suivants :	
11 mars 1854 (guerre d'Orient).....	249 millions
30 décembre 1854 (guerre d'Orient).....	509
11 juillet 1855 (guerre d'Orient et travaux contre les inondations des villes)	779
2 mai 1859 (guerre d'Italie et travaux d'utilité générale)	519

2.066 millions

(2) Joubert, *op.*, *cit.*, p. 152.

(3) Joubert, *op.*, *cit.*, p. 154.

moins un découvert de 141 millions, qui venant s'ajouter aux découverts déjà existants et s'élevant à 867 millions, portait à un milliard 8 millions le chiffre total de la dette flottante. Si, à la rigueur, on pouvait retrancher de ce chiffre 45 millions de cautionnements qui constituaient une ressource permanente pour le Trésor, il n'en restait pas moins un découvert de 963 millions, près d'un milliard ! (Rapport de M. Fould du 21 janvier 1862. *Mon. un.* du 22.)

L'état de nos finances méritait donc toute la sollicitude du gouvernement : mais ce dernier était-il fermement résolu à accorder aux considérations pécuniaires une influence qu'elles n'avaient pas eu jusqu'alors, ou n'avait-il pour but que rassurer l'opinion publique alarmée ? Sans doute l'Empereur avait appelé M. Fould au ministère des finances et M. Fould dans son mémoire n'avait pas craint d'être sévère pour les pratiques existantes. Mais quelle était la portée de ce petit coup d'Etat ? Le ministre des finances remplacé, M. Forcade de la Roquette, n'occupait ce poste que transitoirement. Peut-être n'y eut-il dans la résolution soudaine de l'Empereur que l'exécution un peu précipitée d'un plan organisé depuis longtemps : il était d'ailleurs très habile d'appeler M. Fould au pouvoir, alors qu'il s'était rendu sympathique à tous par son intervention. Sans doute le sénatus-consulte du 31 décembre 1861 tendait à renfermer dans une loi les dépenses extraordinaires ; mais le droit de faire des virements (1), réservé à

(1) L'Empereur conservait le droit de faire des virements entre les différents chapitres d'un même ministère. Ce droit réduit par

l'Empereur, rendait cette réforme plus apparente que réelle ; d'ailleurs la plus minutieuse réglementation suffirait-elle jamais à elle seule à écarter les conséquences d'une certaine politique ? En résumé l'alerte du mois de novembre ne devait pas avoir d'influence durable : les communications officielles laissent l'impression, confirmée par les événements des années suivantes, qu'on n'attribuait pas toute sa gravité à la situation financière ; on allait donc essayer de masquer les déficits, plutôt que d'y remédier.

M. Fould devait être l'homme de cette politique : c'était avant tout un homme de Bourse, familiarisé depuis sa jeunesse avec toutes les combinaisons financières ; fatalement, les difficultés avec lesquelles il allait se trouver aux prises, devaient avoir raison de ses projets réformateurs ; les circonstances aidant, le banquier l'emporterait sur le ministre.

Bref, dans le rapport à l'Empereur du 21 janvier 1862 (1) sur la situation financière, M. Fould imaginait un nouveau système de conversion destiné à réduire les découverts qu'il signalait. Or une conversion était, à ce moment, complètement inattendue ; nos fonds 4 1/2 %, les plus élevés, n'atteignaient même pas le pair et d'ailleurs la plupart n'étaient pas rem-

la loi des finances du 5 mai 1855 (les virements n'étaient possibles qu'après la première année de l'exercice) avait été rétabli par le sénatus-consulte du 31 décembre 1851, qui le reconnaissait, même s'il en devait résulter une surcharge du budget « A dire vrai, on reprenait d'une main ce qu'on accordait de l'autre ». Boucard et Jèze, *op. cit.*, 1^{er} volume, p. 152.

(1) *Mon. un.* 22 janvier.

boursables avant le mois de mars (1). M. Fould n'en prétendait pas moins retirer de multiples avantages de sa combinaison : non seulement la conversion devait procurer au gouvernement une ressource appréciable — « 300 millions environ » disait le rapport, — qui serait appliquée à la réduction de la dette flottante, mais encore elle allait avoir d'autres résultats très heureux. Tout d'abord elle ferait « faire un pas décisif vers l'unité de la dette publique » — unité favorable au crédit de l'Etat étant donnée la rivalité que se font entre elles des rentes de taux divers. En même temps cette opération serait avantageuse aux rentiers : à des conditions peu rigoureuses,

(1) Le 4 1/2 nouveau (conversion de 1852 et émissions de 1855) et garanti jusqu'en mars 1862 représentait 172 millions de rente. Le 4 1/2 ancien (conversion de 1825), non garanti, ne s'élevait qu'à 884.560 francs de rente. Les cours de ces deux valeurs étaient du reste différents, la moyenne des cours du 4 1/2 garanti fut de 96.70 en 1861 et de 98.66 en 1862, celle du 4 1/2 non garanti de 93.87 et 97.29 respectivement. (Alphonse Courtois. Tableaux des cours des principales valeurs de 1797 à nos jours, 3^e éd. Paris 1877).

Labeyrie, *op.*, *cit.*, p. 411.

Cours moyens des 2 fonds 4 1/2 et du 3 % de 1852 à 1862

	4 1/2 nouveau	4 1/2 ancien	3 %
1852	103.22.....	94.87.....	74.95
1853	102.72.....	99.81.....	79.52
1854	96.09.....	93.48.....	70.30
1855	93.43.....	89.69.....	67.12
1856	92.....	89.14.....	70.42
1857	92.48.....	84.99.....	68.02
1858	95.22.....	85.24.....	70.65
1859	95.35.....	94.13.....	67.49
1860	96.66.....	95.58.....	68.99
1861	96.70.....	93.87.....	68.29
1862	97.97.....	96.74.....	69.26

ils pourraient garder les mêmes revenus, se mettre à l'abri des conversions futures et augmenter le capital nominal de leurs titres. Ils avaient tout intérêt à profiter de l'occasion présente ; prochainement, peut-être, seraient-ils contraints de subir une conversion obligatoire beaucoup plus dure. Aussi bien, « l'affaire était lancée », et menée avec une rapidité déconcertante : annoncé le 21 janvier, le projet de conversion était soumis le 25 au Conseil d'Etat, et le 28, lendemain d'ouverture de la session, déposé sur le bureau du Corps législatif par M. Baroche. La veille, dans son discours d'ouverture, l'Empereur avait assigné, comme première occupation à l'assemblée, l'examen de ce projet, qui avait pour but « en conciliant équitablement les intérêts du Trésor et ceux de ses créanciers, de préparer l'unification de la dette ». Enfin quelques minutes avant le dépôt, le président du corps législatif avait fait appel à l'empressement des députés pour « voter » la conversion « avant même la discussion de l'adresse ».

Quelques incidents provoqués par la hâte un peu maladroite de certains députés se produisirent dans les séances des 28 et 29 janvier pour la nomination d'une commission : finalement celle-ci fut constituée le 31 janvier : M. Gouin en fut élu rapporteur et président. De suite, elle se mit au travail et un rapport fut vite rédigé : M. Gouin le déposait le 5 février, et le 7, les débats s'engageaient.

Le gouvernement pouvait compter sur une imposante majorité de députés officiels ; néanmoins les adversaires de la conversion ne perdirent pas courage.

Un premier discours contre le projet fut d'abord lu par **M. Darimon**, membre de l'opposition. Comme M. Fould, il se déclarait partisan de la réduction des découverts et de l'unification de la dette, mais pour quatre raisons, il repoussait l'opération proposée : 1) elle était immorale 2) reposait sur des bases factices 3) n'offrait aucune chance sérieuse aux rentiers 4) était désavantageuse pour le trésor.

1. Immorale, cette combinaison où l'Etat va se mêler de « ce qui se passe dans l'esprit des rentiers », où il s'appuie sur une crainte chimérique de remboursement, où il est obligé de se faire spéculateur pour réussir.

2. La conversion proposée repose d'ailleurs sur des bases factices : elle n'est pas amenée « par le cours naturel des choses » ; au contraire les découverts actuels constituent des menaces d'emprunts. Et l'écart de capitalisation sur lequel repose cette mesure n'est-il pas, aussi, artificiel ? Le gouvernement ne peut même pas fixer cet écart dès aujourd'hui ; le projet renvoie ce soin à un règlement d'administration publique.

3. Quant aux avantages qu'on fait miroiter aux yeux des rentiers, ils sont bien problématiques. Les 4 1/2 ne sont pas exposés à une conversion obligatoire actuellement irréalisable ; la hausse escomptée du 3 % cessera quand les gros porteurs auront « liquidé à leur profit » ; il faudra compter en effet avec la concurrence des obligations de chemins de fer.

D'un autre côté, si les rentiers semblent conserver le même revenu après la conversion, ce n'est qu'une apparence : l'Etat ne donnera pas d'intérêt pour la soulte versée ; il en résultera au fond une réduction d' $1/4$ %.

Il faut aussi considérer que le $4\frac{1}{2}$ a surtout pour titulaires des petits rentiers et des établissements publics ; combien de difficultés, de privations, vont-ils éprouver pour se procurer la soulte ?

4. La mesure n'est même pas avantageuse pour l'Etat : celui-ci renonce à trois réductions successives d' $1/2$ %, dont les bénéfices capitalisés seraient, à bref délai, supérieurs au produit de la soulte. Il accroît aussi de 1922 millions le capital nominal de sa dette.

Et tout cela, concluait M. Darimon, pour obtenir 200 ou 250 millions destinés à atténuer les découverts du Trésor.

M. Bartholony répondit ; il présentait la conversion proposée comme une transaction entre l'Etat et les rentiers, et reprenait les raisons invoquées par le gouvernement : disponibilités immédiates pour le Trésor, — maintien pour les rentiers de leurs revenus antérieurs, — unification de la dette relevant le crédit public, — en tous cas, absence de danger pour l'Etat, qui n'avait rien à rembourser, quoi qu'il arrive. « C'était », dit M. Labeyrie, « le langage d'un député officiel ». Mais ce discours affirmait plus qu'il ne démontrait, et n'écartait guère les critiques de M. Darimon.

Le projet allait maintenant recevoir un assaut d'autant plus

redoutable, qu'il venait, cette fois, d'un ami du gouvernement,

M. Kœnigswarter.

Celui-ci montrait d'abord comment la conversion, en augmentant le capital de la dette, en sacrifiant d'un seul coup les bénéfices possibles de réductions successives, en rendant onéreux l'amortissement, aurait des effets défavorables sur le crédit de l'Etat. Et ce qui rendait cette critique plus imprenante, c'est que, pour remédier aux déficits, M. Kœnigswarter présentait lui-même une autre combinaison : l'Etat aurait eu avantage à faire un emprunt de 300 millions nécessitant 13 à 14 millions d'intérêts annuels et à compléter cette ressource en réduisant certaines dépenses.

Les conversions au-dessous du pair présentent toutes ce caractère commun d'être prématurées : ce caractère apparaissait si évidemment dans la conversion proposée qu'on n'avait pas osé la rendre obligatoire. Cette conversion était inopportune ; et certes, avec sa connaissance des affaires M. Kœnigswarter ne manquait pas d'arguments pour appuyer son opinion : situation de la Banque de France, émission d'obligations de chemins de fer, admission de valeurs étrangères sur le marché, surcharge de 110 millions d'impôts pour le pays.

Et cette conversion dans quels embarras allait-elle jeter des porteurs dignes de sollicitude ? Le 4 1/2 est le fonds de placement des petits rentiers et de nombreux établissements publics : que leur importerait la plus grande valeur vénale de leurs titres alors qu'ils n'avaient en vue qu'un revenu assuré ?

Enfin la réussite de l'opération était très problématique :

celle-ci n'était possible que si les cours se maintenaient à un certain taux : les efforts financiers d'un « acheteur mystérieux » en vue de soutenir les cours tentent les spéculateurs ; ceux-ci vont manœuvrer de façon à profiter de cette stabilité obligatoire. Valait-il vraiment la peine de se lancer dans cette aventure financière pour recueillir, au plus, une centaine de millions ?

En terminant, M. Koenigswarter, avec beaucoup d'habileté, attirait l'attention sur les obligations trentenaires, créées récemment et pourtant déjà condamnées. Pourquoi cette mesure, non prévue dans le rapport du 21 ?

Ce discours plein de faits, agrémenté de plaisanteries spirituelles, ne pouvait manquer de faire impression ; peut-être en fût-il prononcé de plus éloquents au cours de cette discussion, mais, à coup sûr, il n'y en eût pas de mieux documentés. Si enthousiaste que fût la Chambre, un revirement d'opinion était à craindre.

M. Vuitry arrive alors à la défense du projet ; il y déploie une grande ingéniosité, il essaie d'échapper aux reproches les plus graves en faisant dévier la discussion, en déroutant la critique.

Il écarte habilement comme accessoires et comme devant faire l'objet d'une discussion spéciale les considérations sur la situation financière..... et en même temps la question d'opportunité. Il montre les rapports de la conversion avec l'écart de capitalisation des deux rentes, parle longuement de la cons-

tance, de l'invariabilité de cet écart... sans dire un mot du remboursement. Les manœuvres à la hausse sont réduites par lui à des mesures prises contre le déclassement, conséquence inévitable de toute conversion, et ainsi transformées elles constituent pour l'Etat un devoir. Il est plus difficile de justifier l'abandon des conversions successives que l'Etat aurait pu faire, mais M. Vuitry a recours à un argument très ingénieux et très solide. La résistance est bien plus sensible, dit-il, pour passer de $3\frac{1}{2}$ à 3 que de $4\frac{1}{2}$ à 4 ; ce $\frac{1}{2}\%$ ne représente que $\frac{1}{9}$ du revenu pour du $4\frac{1}{2}$; il en atteint le $\frac{1}{7}$ pour du $3\frac{1}{2}$; ainsi, dans cette série de conversions qu'on entrevoit, à mesure que le taux de la rente descendra, la difficulté ira s'aggravant ! les réductions seront de plus en plus incertaines et éloignées ; dans ces conditions, ne seront-elles pas compensées largement par l'essor du crédit dû au système de M. Fould ?

M. Vuitry aborde ensuite la grosse question d'augmentation du capital : son premier soin est d'écarter toute considération de remboursement : en rejetant cette perspective dans un avenir lointain et vague il lui enlève son caractère effrayant. Puis, englobant dans un même raisonnement l'augmentation de capital résultant de conversions et celles provenant d'emprunts au-dessous du pair, il cherche à établir les avantages des récents emprunts en 3 % ; ces avantages d'après lui pouvaient compenser les conditions un peu plus onéreuses de l'amortissement, le tout était d'établir une juste balance entre emprunts à intérêts plus bas et rachats à des prix plus élevés.

Les rentiers ne sont pas oubliés non plus ; M. Vuitry affecte de considérer la conversion au-dessous du pair comme donnant seule une garantie contre le remboursement. Il rappelle aussi les facilités de paiement de la soulte et les chances de bénéfice pour les rentiers acceptants.

Fidèle enfin à la tactique gouvernementale, il proclame et glorifie le grand principe d'unification de la dette et fait passer sous ce pavillon la conversion du 4 % et des obligations tréntenaires.

Quelques membres demandaient déjà le vote, mais la majorité n'avait pas repris sa belle assurance du début ; le Président, malgré toute sa bienveillance pour le projet, dut reconnaître que la Chambre « paraissait disposée à écouter »

M. Picard, membre de l'opposition.

Celui-ci s'attaque d'abord aux conversions au-dessous du pair : c'est le cas de la mesure proposée, sans parler de la complication due à la soulte. Est-ce donc que ce système ait des précédents historiques si favorables ? La chambre n'a-t-elle pas repoussé en 1824 un projet de cette nature et les résultats peu brillants de la conversion de 1825 sont-ils pour encourager dans cette voie ? Pas davantage les discussions de 1838 et 1840 n'ont été favorables à ce système. A tort propose-t-on en ce sens les emprunts analogues des compagnies de chemins de fer : comment établir une comparaison entre une société industrielle offrant en prime une partie de ses bénéfices futurs et un Etat tirant de l'impôt toutes ses ressources ?

Abordant la question d'opportunité, l'orateur fait découvrir la vanité du prétexte invoqué par M. Vuitry pour ajourner jusqu'à l'examen du budget tout débat à ce sujet : le point de vue budgétaire est beaucoup trop étroit ; c'est le loyer actuel des capitaux qu'il faut surtout apprécier et l'état général du marché. Le tableau, il est vrai, sera « à lui seul la réfutation du projet qu'on propose de voter » : a-t-on déjà oublié l'emprunt à 5 % fait l'année précédente, les découverts révélés récemment par le ministre des finances ? Aussi bien ces circonstances défavorables se sont imposées au projet lui-même : il ne constitue pas une véritable conversion, c'est-à-dire une réduction du service de la dette, mais le rachat, moyennant une soulte, du droit de remboursement appartenant virtuellement à l'Etat.

M. Picard examinait alors les prétendus avantages de la conversion pour l'Etat, puis pour les rentiers ; nous retrouvons ici sous une forme nouvelle des arguments déjà invoqués par les adversaires du projet. Sans doute pour apprécier l'abandon par l'Etat de sa faculté de réduire, M. Picard faisait un emploi plutôt malheureux de la remarque faite par M. Vuitry sur l'importance croissante de réductions successives *relativement au revenu* ; de ce que $1/2$ % représente $1/9$ de $4\ 1/2$ et $1/7$ de $3\ 1/2$ il ne s'ensuit nullement que l'économie produite par ce retranchement d'un $1/2$ % sera représentée par une somme croissante, comme il le prétendait ; si le capital nominal reste le même, ce $1/2$ % aura une valeur constan-

te (1). Mais beaucoup plus justement, M. Picard appréciait l'élévation du taux nominal de la dette : on appliquait le calcul des intérêts composés aux bénéfices résultant de l'opération ! pourquoi ne pas l'appliquer aussi aux sacrifices qui en résulteraient ? « Aux intérêts composés je réponds par les intérêts composés. »

Quant aux porteurs de rentes, ils ne vont pas comprendre ces opérations alambiquées ; ils ne vont voir qu'une menace dans les propositions du gouvernement ; effrayés, ils vendront leurs titres ; les spéculateurs vont s'en emparer et profiter des primes de conversion ; ensuite, ils rejeteront sur le marché cette masse de rentes ; ajoutons-y ce que l'acheteur mystérieux aura dû acquérir pour faire la hausse : dès lors la suite la plus probable de l'opération, c'est la baisse du 3 %. Conséquence : l'Etat aura « fait payer aux rentiers la rente plus cher qu'elle ne valait ».

Mais l'examen de l'idée d'unification — principal argument du gouvernement — forme la partie la plus remarquable du discours de M. Picard. L'opposition jusqu'alors n'avait pas attiré l'attention sur ce point : M. Darimon admettait le principe, et M. Kœnigswarter s'était borné à émettre quelques doutes sur la valeur d'un tel argument. M. Picard, lui, recherche si l'unification de la dette est une « idée ou si ce n'est

(1) D'où viennent alors les variations signalées par M. Vuitry ? De la diminution, par suite des réductions successives, du chiffre d'intérêt servi ; le 1/2 %, valeur fixe, en représente une quotité d'autant plus forte que ce chiffre d'intérêt est lui-même moins important.

qu'un mot ». Il s'étonne du subit enthousiasme témoigné pour ce principe : M. Gouin, le rapporteur actuel, faisait en 1840 l'éloge de la diversité des rentes ; le gouvernement lui-même n'avait eu aucun scrupule à émettre ses emprunts de 1854, 1855 et 1859 en 3 et en 4 1/2. D'ailleurs la diversité de taux avait-elle nui aux cours élevés atteints sous la Restauration ? « Votre unification, concluait M. Picard, c'est un prétexte pour faire un emprunt onéreux. »

M. Picard terminait par des idées générales qu'il était nécessaire de rappeler dans ces circonstances : « Le crédit de l'Etat, disait-il, notamment, veut avant tout la confiance, la certitude donnée au créancier de l'Etat qu'on ne lui demandera jamais autre chose que ce qu'il doit légitimement et qu'on ne l'engagera jamais dans une de ces aventures périlleuses pour tous ceux qui ne veillent pas chaque jour aux cours des fonds publics. »

La séance touchait à sa fin : la clôture des débats ne pouvait plus être prononcée désormais ; laisser sans réfutation les critiques de M. Picard n'eût peut-être pas amené un vote défavorable au projet — la majorité obéissait trop aveuglément aux suggestions du gouvernement — mais eût certainement produit un fâcheux effet sur le public. Aussi la chambre accéda-t-elle à la proposition faite par M. de Piré, de remettre au lendemain la suite de la discussion ; on pourrait ainsi voter en pleine connaissance de cause. Au fond on espérait bien donner ainsi au gouvernement l'occasion de dissiper tous les doutes soulevés par ces brillants débats.

La séance du lendemain, samedi 9 février, s'ouvrit par un discours de **M. Auguste Chevalier**. Le frère du célèbre économiste, était un fervent admirateur du projet. Il ignorait les manœuvres d'un acheteur mystérieux, mais il concevait parfaitement des associations de capitalistes prêts à profiter du bénéfice de la conversion ; et d'ailleurs la hausse rapide de la rente pouvait s'expliquer par l'amélioration de la situation internationale (fin du conflit anglo-américain).

Au reste, peu importe : ce qui rend le projet « très important, très utile, très politique », c'est qu'il « a pour résultat inévitable, en unifiant la dette, d'amener plus vite l'abaissement du taux de l'intérêt de l'argent ». Certes, il ne pense pas qu'on décrète le taux de l'intérêt, mais le gouvernement peut faire disparaître les obstacles qui s'opposent à un abaissement de ce taux. La hausse du 3 % sera rendue possible par la suppression du 4 1/2 qui le comprime ; or le 3 % est le régulateur inévitable et infaillible du taux de l'intérêt : à l'élévation de ses cours correspondra en France un abaissement général de l'intérêt. M. Chevalier développe alors avec éloquence les heureux effets d'un tel état de choses. Il ne craint même pas d'évaluer pour l'Etat les bénéfices de ce changement : il fixe à 150 millions l'augmentation annuelle de richesse qui serait due à une baisse de l'intérêt ; en évaluant 10 % — ce qui est modeste — la part recueillie par l'Etat au moyen des impôts, le Trésor gagnerait à la conversion 15 millions par an. Il compare alors ces avantages à ceux procurés par une conversion simple du 4 1/2 en 4 : celle-ci eût procuré

une économie annuelle de 19 millions, mais il en faut déduire les 7 millions d'intérêts que coûteraient les 150 millions fournis au Trésor par le projet de M. Fould : le bénéfice réel d'une telle conversion est ainsi réduit à 12 millions par an. Avec ses 15 millions le système proposé présente donc un avantage annuel de 3 millions pour le Trésor. Raisonement assez spécieux assurément, car les réductions successives de 4 en 3 $\frac{1}{2}$, puis en 3, sacrifiées par le projet, ne sont pas prises en considération : car la hausse inévitable du 3 %, argument fondamental de cette démonstration, n'est pas irréfutablement établie. Néanmoins l'éclat de ce discours et le nom de son auteur venaient apporter un sérieux appui au gouvernement.

Cependant **M. Ollivier** allait tenter une dernière attaque contre le projet. Il limitait le champ de sa critique, mais la faisait judicieusement porter sur les deux fondements principaux du système proposé : la crainte d'un remboursement futur et par suite d'une conversion rigoureuse, — l'abaissement du taux de l'intérêt devant résulter de l'unification de la dette.

Sans doute l'opération projetée reposait sur l'écart de capitalisation entre des fonds de nature différente et M. Vuitry avait montré la constance de cet écart ; mais il ne fallait pas oublier le point de départ même de la combinaison : le désir des rentiers de remplacer leur 4 $\frac{1}{2}$ par du 3 % pour éviter une conversion redoutée ; or pour qu'une telle crainte existe, « la condition première, indispensable, est que le 4 $\frac{1}{2}$ soit

près du pair ou au pair » ; sinon les rentiers pourraient faire « le contre raisonnement du raisonnement que suppose l'exposé des motifs. » Mais la hausse du 4 1/2 est suffisamment assurée : la spéculation est attirée par les bénéfices que la conversion permettra de réaliser sur ce fonds. Il n'en est pas de même pour le 3 % ; peu demandée, cette valeur devrait baisser ; mais il est impossible de laisser entre le 4 1/2 et le 3 un trop grand écart ; ce serait, par une soulte trop élevée, rendre l'opération impossible ; dès lors, pour provoquer une hausse factice, le gouvernement fait exercer une pression sur les cours du 3 % par un syndicat de banquiers. Qu'en résulte-t-il ? Le contrat proposé aux porteurs de 4 1/2 n'est pas « réel ». « Il y manque les conditions élémentaires de loyauté, de sincérité, de toute convention : l'évaluation vraie de la chose offerte ».

Et qu'on ne vienne pas prétendre, comme le fait M. Vuitry, qu'en agissant ainsi, le gouvernement prend les mesures nécessaires contre les variations inévitables de cours occasionnées par la conversion ! Il importe de préciser les limites du devoir du gouvernement : ces limites sont assurément franchies, quand l'Etat maintient une valeur à un cours que naturellement elle n'aurait pas atteint ; agir ainsi c'est tomber sous le coup de l'art. 419 du Code pénal (1), applicable aux hommes d'Etat comme aux particuliers.

(1) Art. 419. « Tous ceux qui par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public par des sur-offres faites au prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunion ou coalition entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée tendant à ne pas la vendre ou à ne la vendre qu'à un

Que le gouvernement ne vienne pas non plus invoquer ce fait qu'il n'est pas officiellement emprunteur. Qu'importe, s'il patronne et garantit des emprunts contractés à l'étranger comme ceux signalés en Angleterre par deux numéros du *Times* (6 et 7 mars). Ne dit-on pas aussi que des émissions considérables d'obligations sont actuellement faites par les compagnies de chemin de fer pour fournir au gouvernement l'argent nécessaire à ces manœuvres ?

M. Ollivier passe alors à l'examen de l'autre idée capitale du projet : l'unification de la dette devant amener l'abaissement du taux de l'intérêt. Il ne méconnaît pas l'influence d'un intérêt réduit sur la prospérité d'un pays, mais la mesure actuelle peut-elle amener un tel résultat ? Il ne faut pas prendre la cause pour l'effet « Assurément lorsqu'une conversion a lieu naturellement, comme conséquence de la « prospérité publique parce que l'argent est partout à bas « prix, il est manifeste que la conversion est en quelque sorte « la dernière manifestation de l'état réel du marché et que « dès lors elle produit la diminution de l'intérêt ». Mais il est faux « de croire qu'on puisse artificiellement, par une mesure

certain prix ou qui par des voies ou moyens frauduleux quelconques, auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers ou effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminé la concurrence naturelle et libre du commerce seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus et d'une amende de 500 à 10.000 fr. Les coupables pourront de plus être mis par l'arrêt ou le jugement sous la surveillance de la haute police pendant deux ans au moins et cinq ans au plus ».

ingénieuse, produire l'abaissement du taux de l'intérêt ». Aussi bien, le gouvernement lui-même a-t-il dû se soumettre aux nécessités économiques du marché. Il ne diminue pas, en réalité, les intérêts que touchera le rentier — (on peut en effet faire abstraction de la réduction minimale d'1/4 %), — mais celui-ci les touchera en 3 % au lieu de les toucher en 4 1/2 %. « Il y a un changement de titre, rien de plus, la nature des choses demeure la même ».

Les causes déterminantes des variations du crédit sont autrement profondes que le taux nominal des fonds publics ; l'épargne joue en cette matière un rôle prépondérant ; or, en France, cette épargne a été absorbée par les dépenses improductives de la paix après les dépenses improductives de la guerre. Pour rétablir le crédit de l'Etat, il faudrait cesser « de bâtir à outrance, de dépenser à outrance, « d'emprunter à outrance ».

Et dans un beau mouvement d'éloquence, l'orateur disait sa déception après les espérances qu'avait fait naître la lettre de M. Fould. On murmurait alors le nom de Necker, mais « ce que leur avait rendu « le nouveau ministre des finances, c'était « Calonne avec cette insouciance prodigieuse qui mettait l'avenir « en gage pour surmonter les difficultés du présent ». Pourtant le salut restait dans la sage maxime du grand Turgot. « Pas de banqueroute, pas d'augmentation d'impôts, pas d'emprunts ».

Ce discours devait avoir fait impression même sur les es-

prits les plus prévenus : les conseillers d'Etat, défenseurs attitrés du projet, intervinrent.

Le premier fut **M. Baroche**. Il ne suivit pas M. Ollivier dans les grandes et fondamentales questions qu'il soulevait ; avec lui, les idées générales qui avaient un instant éclairé la discussion, vinrent de nouveau se perdre dans la complexité du sujet. A part certaines rectifications de détail [erreur d'attribuer à M. Fould le discours de 1840 dû en réalité au frère du ministre ; — démenti peu probant (1) donné aux nouvelles du *Times* ; — inexactitude des bruits d'emprunt au moyen d'obligations de chemins de fer], ce discours ne contenait rien de très nouveau ; c'étaient encore une fois exposés les arguments officiels : devoir pour l'Etat de maintenir les cours contre les manœuvres de la spéculation ; double intérêt des rentiers et du Trésor à la transaction proposée ; bienfaits de l'unification. M. Picard demandait au moins les frais approximatifs de l'opération ; le gouvernement cacha son incertitude derrière la raison d'Etat : « Nous n'avons rien à répondre à cet égard. »

Le discours lu ensuite par **M. Couin** vint compléter la défense du projet. Le rapporteur appelait impartialité son peu d'enthousiasme. Fort habilement, il remarquait le caractère inconciliable des deux reproches adressés à la conversion par

(1) Le gouvernement n'avait pas négocié d'emprunts à Londres, mais ne pouvait empêcher sur cette place les manœuvres des capitalistes français qui avaient promis leur concours à l'opération.

ses adversaires: d'être trop dure pour les rentiers — et de sacrifier à la fois les intérêts de l'Etat. Il ne cachait guère, il est vrai, l'extrême détresse financière du gouvernement, en préférant « à l'ajournement indéfini d'une conversion au pair », une solution plus modeste, mais plus certaine. Lui aussi, cependant, n'en prétendait pas moins rattacher à l'unification de la dette la mesure proposée.

Quant à l'accroissement du capital de la dette, — point sur lequel il avait gardé dans son rapport un silence prudent, — il ne lui accordait qu'un caractère fictif : l'Etat ne remboursant jamais, mais amortissant par voie de rachat, tout consistait à savoir si le Trésor rachèterait à un prix supérieur ou inférieur à celui de l'émission, la différence en plus ou en moins constituant une perte ou un bénéfice. Alors, par une série de chiffres (1), M. Gouin montrait que de 1827 à 1830, puis de 1833 à 1847, l'amortissement s'était opéré à des conditions avantageuses pour l'Etat, c'est-à-dire au-dessous des prix d'émission. C'était là, sans doute, un argument très probant, mais bien dangereux pour le programme du gouvernement : la hausse du 3 % y était en effet considérée

(1) Les chiffres indiqués dans le discours furent rectifiés par une note parue dans le *Moniteur* du 10 février. Dans son discours M. Gouin indiquait que le 3 % émis à 72 fr. avait été racheté de 1827 à 1830 au prix moyen de 57 fr. Les rectifications portent le prix d'émission à 75 fr. et le prix d'amortissement à 70 fr.

M. Gouin avait dit aussi que ce même titre, émis à 78 fr. et à 84 fr. 75, avait été acheté de 1833 à 1847 au prix moyen de 58 fr. La rectification portait ce prix à 80.

comme un des motifs de l'acceptation des rentiers..... et M. Gouin allait chercher des exemples de baisse ! Il ne craignait pourtant pas de terminer, peu après, en insistant sur le caractère facultatif de la conversion.

Mais soit inattention, soit découragement, les adversaires du projet ne mirent pas à profit cette imprudence. Le gouvernement montrait la ferme intention de ne pas changer de programme ; de tous les reproches adressés au projet il n'avait rien voulu retenir ; avec une constance imperturbable, il maintenait devant la Chambre les mêmes arguments ; la majorité était affermie par une si belle assurance ; une opposition de quelques membres pouvait-elle résister à la quasi unanimité de l'assemblée et continuer un débat fatalement stérile ? Aussi, la discussion générale fut-elle close, sans résultat appréciable.

La discussion des articles ne présenta d'intérêt que pour les obligations trentenaires et les problèmes de droit civil soulevés par la conversion ; mais ces questions n'étaient plus que secondaires et, le jour même, l'assemblée votait sur l'ensemble du projet : par 226 voix contre 19 l'expédient de M. Fould était adopté.

La loi fut immédiatement envoyée au Sénat. Deux jours après, le mardi 11 février, M. le marquis d'Audiffret, rapporteur de la commission, proposait son adoption. Son court exposé se bornait à résumer la thèse du gouvernement et écartait volontairement un examen, qui retarderait ou compromettrait le succès de la conversion. En vain **M. le marquis**

de Boissy demandait-il pour les débats « quelques heures de forme, de convenance » ; sans illusion sur l'état d'esprit de ses collègues, il invoquait la satisfaction de l'opinion publique pour l'examen, au moins sommaire, d'une question « que tout le monde reconnaissait grave et importante » ; le Sénat ne consentit même pas ce sacrifice à l'opinion publique : une demi-heure après la lecture du rapport, la conversion était votée à l'unanimité de 102 votants.

Dès le lendemain 12 février, la loi était promulguée et elle paraissait dans le *Moniteur* de 13 ; le gouvernement avait lieu d'être satisfait : l'affaire avait été rapidement menée ; 16 jours seulement s'étaient écoulés depuis le dépôt du projet et 23 depuis l'annonce de la mesure dans le rapport de M. Fould. Deux décrets parus dans le même numéro du *Moniteur* fixaient les conditions de l'opération (1).

(1) Textes relatifs à la conversion de 1862 (*Mon. un.* du 13 février). — Principaux articles.

LOI RELATIVE A LA CONVERSION FACULTATIVE DE LA RENTE
4 1/2 %, DE LA RENTE 4 % ET DES OBLIGATIONS TRENTENAIRES.

Art. 1^{er}. Le ministre des finances est autorisé à inscrire au Grand Livre de la dette publique des nouvelles rentes 3 % portant jouissance du 1^{er} avril 1862 et payables de trois mois en trois mois à partir de la dite époque pour les échanger contre les rentes 4 1/2 %, les rentes 4 % et les obligations trentenaires du Trésor dont les propriétaires demanderont la conversion aux conditions déterminées par la présente loi.

Art 2. Les propriétaires des rentes 4 1/2 % et 4 % qui en formeront la demande dans le délai de vingt jours à partir de la promulgation de la présente loi recevront de nouveaux titres d'une somme égale en rentes 3 % créées en vertu de l'article précédent en échange de leurs rentes 4 1/2 % et 4 % qui seront immédiatement annulées.

Sur les chiffres fixés pour les soultes, 5 fr. 40 pour 4 fr. 50 de rente 4 1/2 % et 1 fr. 20 pour 4 francs de rente 4 %, deux remarques sont nécessaires :

1° On ne faisait aucune distinction entre le 4 1/2 garanti et le 4 1/2 ancien : pourtant ces deux fonds n'étaient pas aux mêmes prix ; le 8 février leurs cours respectifs étaient de 100.30—100, le 12, 100.20—100, le 13, 100.65—100-15, le 15, 100.75—100.05, le 22, 100.30—100. Aucune différence, il est vrai, n'aurait dû subsister entre ces fonds, puisqu'ils étaient tous deux soumis aux mêmes conditions ; probablement l'ancien état de choses exerçait encore une certaine influence : la hausse du 4 1/2 ancien avait été déjà beaucoup plus sensible (cours moyen de 1861 = 93.87) que celle du 4 1/2 nouveau (96.70 en 1861).

2° D'un autre côté la soulte était proportionnellement beaucoup plus faible pour le 4 que pour le 4 1/2 ; atteignant 1 f. 20

Art. 3. Cet échange aura lieu moyennant l'engagement souscrit par le rentier de verser au Trésor public une somme proportionnelle au montant des rentes à convertir.

Un décret impérial déterminera le versement à faire pour chaque quotité de 4 fr. 50 ou de 4 fr. de rente, les termes et les conditions de payement, ainsi que de l'échange des titres.

Art. 5. Les obligations trentenaires du Trésor autorisées par des lois antérieures pourront être échangées contre les nouvelles rentes 3 % à raison de 20 fr. de rente pour chaque obligation. Les déclarations relatives à ces échanges devront être faites dans le délai de vingt jours prescrit par l'art. 2.

Art. 11. Le produit des versements effectués en exécution de l'art. 3 sera porté en atténuation des découverts du Trésor.

DECRET

Art. 1^{er}. Les propriétaires de rentes 4 1/2 et 4 % et les porteurs d'obligations trentenaires du Trésor qui voudront échanger leurs titres contre des rentes 3 % aux conditions exprimées par la loi

pour 1 franc de rente 4 1/2 elle s'abaissait à 0 fr. 30 pour le 4 (au lieu de 1 fr. 05). Les différences de capitalisation entre les deux fonds étaient donc très développées ; la menace du remboursement exerçait une action particulièrement forte sur le 4 1/2.

Des mesures très habiles étaient d'ailleurs adoptées pour faciliter le paiement de la soulte, notamment la retenue sur les arrérages aux diverses échéances. Ces arrérages n'allaient plus être payables par semestres, mais par trimestres — disposition heureuse, car elle allait attirer certains rentiers, sans entraîner de sensibles sacrifices pour le Trésor.

Pour éviter de compliquer le service de la dette, les arrérages du semestre échéant le 22 mars devaient être intégralement payés en 4 1/2 ; par contre le nouveau 3 % portait seulement jouissance du 1^{er} avril ; pendant sept jours, les rentiers ne recevaient donc aucun intérêt ; les rentes nouvelles s'étant élevées à 135 millions environ, il en résulta pour le Trésor un bénéfice de plus de 2 millions et demi.

La date d'ouverture de la conversion, 15 février, marquait le délai minimum d'application de la loi ; mais cette hâte du

du 12 février courant auront à faire des déclarations conformes au modèle ci-annexé sous les n^{os} 1 et 2. Ces déclarations appuyées des titres à convertir seront reçues du 15 de ce mois au 6 mars prochain, savoir :

A Paris par le directeur des caisses centrales du Trésor au ministère des finances.

Dans les départements par le receveur général et les receveurs d'arrondissement.

Art 2. La soulte à verser au Trésor pour l'échange des rentes 4 1/2 et 4 % contre des rentes 3 % est fixée, savoir :

A la somme de 5 fr. 40 pour 4 fr. 50 de rente 4 1/2 %.

A la somme de 1 fr. 20 pour 4 fr. de rente 4 %.

gouvernement ne saurait lui être reprochée ; une conversion rapidement faite est moins exposée aux événements fâcheux qui peuvent toujours survenir ; d'autre part, il importe de réduire au minimum la durée d'une période si favorable à la spéculation.

En somme, sans être partisan de la conversion elle-même, on peut approuver sans réserve les mesures qui précèdent. Malheureusement, là ne se bornaient pas les efforts du gouvernement : à côté de ces moyens légitimes, il ne craignait pas de recourir à d'autres procédés beaucoup plus contestables :

1° Il entreprenait, au moyen de ses agents, une véritable campagne pour la conversion. « Jamais, dit M. Labeyrie, il n'y eut au ministère des finances un tel luxe de circulaires. » Sans doute, dans une opération de cette importance, des instructions du pouvoir central sont nécessaires ; mais du moins

La libération aura lieu en six termes Il sera payé, savoir :

	Pour les rentes 4 1/2	Pour les rentes 4 0/0
Au 1 ^{er} juillet 1862.....	0.90	0.20
1 ^{er} octobre —	0.90	0.20
1 ^{er} janvier 1863.....	0.90	0.20
1 ^{er} avril —	0.90	0.20
1 ^{er} juillet —	0.90	0.20
1 ^{er} octobre —	0.90	0.20
	<u>5 40</u>	<u>1.20</u>

Les requérants auront la faculté de se libérer d'un ou de plusieurs termes par anticipation. Il leur sera dans ce cas bonifié un intérêt au taux de 4 % par an.

Art. 5. Les rentes 3 % résultant de la conversion seront inscrites avec jouissance du 1^{er} avril 1862. Les ayants droit seront mis en possession de leur inscription après le paiement intégral de la soulte.

cette direction ne doit-elle avoir pour but qu'assurer, dans l'intérêt de tous, la bonne marche des différents services ; en utilisant des fonctionnaires, non plus seulement dans un intérêt général, mais pour convaincre les rentiers et assurer ainsi la réussite de ses desseins, le gouvernement manquait à ses devoirs et faussait le nouveau contrat (1).

Déjà, l'octroi aux receveurs d'une indemnité de 1 % sur le montant des soultes (2) pouvait être considéré comme une mesure regrettable ; à plus forte raison est-il impossible d'approuver une circulaire confidentielle du 17 février, par laquelle le ministre recommandait à ses agents des démarches auprès des fabriques et établissements religieux (3).

Mais la pression gouvernementale s'exerçait encore avec plus d'insistance sur les grands établissements publics ayant leur siège dans la capitale ; l'exemple de la Caisse nationale

AUTRE DÉCRET DU MEME JOUR

Art. 1^{er}. (Registres ouverts à des endroits désignés de 9 heures du matin à 4 heures du soir.) (6 heures le 6 mars).

Art. 2. Les déclarations pour l'échange des rentes porteront engagement de payer la soulte due au Trésor : elles seront faites par le propriétaire ou en son nom par le porteur de l'inscription.

(1) « Tout le personnel administratif et financier était en mouvement comme pour un plébiscite ». (Labeyrie, *op. cit.*).

(2) Arrêté ministériel envoyé aux receveurs le 12 février, avec le texte de la loi. Le gouvernement avait une telle confiance dans le vote de son projet que, pour gagner du temps il avait fait imprimer ces pièces avant la décision des chambres « Un amendement ayant été adopté sur l'art. 9, cet art. dut être rectifié sur les textes par un carton ». (Labeyrie, *op. cit.*).

(3) « Je verrais avec plaisir que vous prissiez l'initiative de démarches tendant à faire opérer la conversion des rentes appartenant aux fabriques et établissements religieux ».

des retraites pour la vieillesse est notamment à citer (1) : l'une des premières elle optait pour la conversion, s'obligeant ainsi à payer une soulte de plus de 1.800.000 francs. En outre, contrairement à tous ses intérêts, et même aux prescriptions des lois, elle cessa complètement jusqu'en 1866 d'acheter du 4 1/2 pour assurer la hausse du 3 %.

M. Fould se gardait aussi de négliger les ressources de la presse. A diverses reprises, des circulaires recommandèrent aux receveurs l'insertion dans les journaux locaux d'articles choisis (2). De plus, une petite brochure de 0 fr. 10, destinée à faire comprendre et adopter la conversion, même par les rentiers les moins initiés, fut répandue sous les auspices du gouvernement (3).

Aussi bien cette propagande ne fut-elle pas inutile : jusqu'au 4 mars, deux jours avant l'expiration des délais, la moyenne des inscriptions présentées à la conversion ne descendait pas au-dessous de 376 francs : seuls s'étaient encore décidés des établissements publics plus influencés par les sollicitations gouvernementales et de gros porteurs probablement désireux de spéculer sur les rentes. Or, pour réussir

(1) H. Rousseau. *La caisse nationale des retraites pour la vieillesse*. Thèse. Poitiers 1904, p. 116, 117 et 118.

(2) Dépêches des 3 et 6 février recommandant l'insertion : l'une, d'extraits de la *Presse Parisienne* ; l'autre, de passages du rapport au Corps législatif.

(3) M. Cuheval Clarigny. *Entretien d'un vieux notaire de campagne et d'un cultivateur au sujet de l'échange des rentes 4 1/2 Contre du 3 %*, Paris, Flon, imprimeur de l'Empereur — 1862, in-12, 24 pages. Cette brochure était signalée dans le *Mon. un.* du 15 février.

pleinement, l'opération devait être aussi acceptée par la masse des rentiers. L'infatigable réclame du gouvernement devait avoir raison de l'incertitude et de l'indolence de ces petits rentiers : la moyenne des inscriptions présentées pendant les deux derniers jours tomba à 190 francs. Ce fut pourtant des porteurs de faibles coupures que vint la résistance : la moyenne des titres non présentés ne dépassa pas 134 francs ; peut-être d'ailleurs la difficulté de se procurer la soulte fit-elle plus pour leur abstention que la défiance de la combinaison proposée.

Le délai pour les demandes de conversion expirait le 6 mars, à minuit (1) ; mais dans son désir d'augmenter le chiffre de la soulte, M. Fould, par une circulaire du 3 avril, autorisa les receveurs généraux à accueillir, malgré l'expiration des délais, des demandes tardives : « ils devaient être seuls juges des motifs qui avaient empêché les rentiers de se présenter avant le 6 mars (2) ». Il n'est pas douteux que la différence entre les chiffres indiqués le 9 mars dans le rapport du ministre (*Mon. un.* du 10) : 129 millions de rentes — et ceux donnés dans les résultats définitifs : 133 millions, ne soit due, moins à l'option des porteurs étrangers, fort peu nombreux, reconnaissait lui-même le ministre, qu'à cette mesure évidemment contraire à la loi du 12 février. L'expiration des délais en effet n'avait pas mis fin à la campagne du gouvernement ; le rapport du ministre annonçait l'étude des mesures destinée à « faire disparaître définitivement du Grand

(1) Avis du *Mon. un.* du 6 mars.

(2) Labeyrie, *op. cit.*, p. 442.

Livre de notre dette nationale les rentes 4 1/2 et 4 » : « leur existence, ajoutait-il, n'est plus aujourd'hui qu'une exception plus apparente que réelle à l'unité de nos fonds publics » — exception pourtant de 40 millions de rentes ! — D'un autre côté, pour amener la hausse du 3 %, la circulaire déjà citée du 3 avril invitait les receveurs généraux à faire porter autant que possible les achats de rentes sur le 3 %. Des instructions du ministère de l'intérieur indiquaient aussi l'emploi de ce même fonds pour les placements au compte des communes et des établissements publics.

Quoi qu'il en soit, « s'il est des tentatives dont le succès soit le principal mérite, on doit y ranger cette conversion » (1). Sa réussite dépassa sans doute les espérances de M. Fould lui-même. Voici le tableau de ses résultats d'après M. Labeyrie (2) :

	4 1/2 %		4 %		Obligations trentenaires		TOTAUX des nouvelles rentes 3 %.
	Parties	Sommes	Parties	Sommes	Parties	Sommes	
Rentes existant avant la conversion	710.739	173.310.437 f.	2.899	2.112.015 f.	675.160	13.503.200 f.	
Rentes non converties	294.899	39.690.850 f.	922	476.192 f.	70.534	1.410.680 f.	
Rentes converties	415.840	133.619.587 f.	1.977	1.635.823 f.	604.626	12.092.520 f.	147.734.603 f.
Soultés	160.343.974 f. 80		490.746 f. 90		160.834.721 f. 70		

En déduisant du total des soultés les frais de l'opération, soit. 3 010.469 f. 09

Le produit net de la conversion s'élève encore à 157.824.252 f. 61

(1) *Revue des Deux Mondes* du 15 mars 1862. — M. Forcade, p. 501.

(2) Labeyrie, *Op. cit.*, p. 443 et 444.

Soit 7 millions de plus que la somme espérée par le gouvernement.

Sans doute, l'augmentation du capital nominal de la dette publique était de 1.599.054.986 francs, mais elle avait été prévue et acceptée aussi bien par le gouvernement que par les chambres.

L'autre but escompté de l'opération, l'unification de la dette, n'était pas, il est vrai, complètement atteint : il restait encore 39 690 850 fr. de rentes 4 1/2 (294 899 inscriptions), 476 192 fr. de 4 % (922 inscriptions) et 70 534 obligations trentenaires. Néanmoins, un progrès très appréciable avait été fait dans cette voie, puisque les 189 millions de rentes autres que le 3 % avaient été réduits à environ 41 millions — réduction supérieure à 78 %.

Mais les rentiers porteurs du nouveau 3 % devaient éprouver de cruelles déceptions : on leur avait promis une hausse de leurs titres ; or, « les cours du 3 % qui, au 8 février, jour de la discussion de la loi était coté 71.20, baissèrent à 68.40 le jour de la clôture de la conversion ; pendant le second trimestre la moyenne n'atteignit pas 69 francs ; l'année suivante ce fonds fut coté en moyenne à 68.35, et en 1864 à 66.05, le chiffre le plus faible du Second Empire » (1). Cette baisse fut d'autant plus significative qu'elle atteignit le 3 % proportionnellement davantage que le 4 1/2 : de 1853 à 1861, « le cours moyen du 4 1/2 qui était à l'abri d'un remboursement était de

(1) Labeyrie, *op. cit.*, p. 443. Les renseignements qui suivent sont aussi empruntés à cet auteur.

95 fr. 62 ; le 3 % était coté en moyenne 70.39. Le premier était capitalisé à 4.70 %, le second à 4.27 %. La différence de capitalisation était de 0.43. En 1863, le 4 1/2 se capitalisait à 4.65 et le 3 à 4.37, ce qui représentait un écart de 0.26. Cet écart tomba même à 19 et 20 centimes en 1868 et 1869 (4.48 4.29 — 4.39 4.19). Aussi dans le public cette conversion devint-elle tout à fait impopulaire. Il est même curieux de constater que dans une petite brochure éditée à la mort de M. Fould et reproduisant les appréciations élogieuses des journaux et discours, on ne trouve pas même une seule allusion à cette importante conversion (1).

(1) Fould Achille, Paris 1867 (Journaux et discours).

CHAPITRE II

Examen théorique de la conversion de 1862

Si nous examinons maintenant la conversion de 1862 à un point de vue plus théorique, nous reconnaitrons facilement qu'elle présentait trois caractères dominants :

A. Elle était **facultative** : le gouvernement n'imposait rien à personne ; si le rentier voulait garder son 4 1/2, il en était parfaitement libre.

B. Elle constituait une conversion **au-dessous du pair** : le titre offert aux rentiers était à un prix (71 fr.) sensiblement inférieur au capital nominal qu'il représentait (100 fr.).

C. C'était enfin une conversion **avec soulte** ; malgré le changement de rentes, l'Etat conservait aux rentiers un revenu invariable ; mais il leur demandait en retour une certaine somme d'argent.

Ces trois caractères feront chacun l'objet d'une section spéciale.

A. Caractère facultatif

Dans la conversion de 1862 il n'était aucunement question de remboursement au pair : seul, l'échange des anciens titres contre des nouveaux était proposé aux rentiers : la conversion était facultative. Précisons ce caractère.

Une conversion, où le remboursement au pair est offert, est dite obligatoire, parce que le rentier est dans l'impossibilité absolue de conserver son ancienne rente ; en effet si l'échange de l'ancien titre contre un nouveau dépend de l'acceptation du rentier, le remboursement lui, peut être imposé par l'Etat à son créancier (1). Dès lors, si la conversion proprement

(1) En principe du moins : « 1° Un débiteur, sauf stipulation contraire expresse, a toujours le droit de se libérer de sa dette en « remboursant son créancier ».

« 2° Le fait qu'il n'a pas été assigné de terme à une obligation « n'empêche pas la position du débiteur, c'est-à-dire ne l'empêche « pas de se libérer à son gré ». (Raphaël Georges Lévy. *Les conversions de rentes* (conférence faite au Cercle St-Simon, le 5 mai 1886), Paris 1886, in-16, p. 18).

Pourtant l'Etat peut renoncer temporairement à son droit de remboursement : pendant ce temps il ne pourra plus recourir à une conversion obligatoire.

Parfois même, il a renoncé à ce droit pour toujours ; ex. de l'emprunt russe 5 % 1825 ; mais ce cas est très rare en pratique ; le procédé d'ailleurs semble peu recommandable, quoique certains auteurs en semblent partisans (Joseph Garnier. *Traité des finances*, 3^e édit. 1872, p. 241 : « Mais quand il s'agit de nouveaux emprunts les prêteurs font entrer la possibilité d'une réduction en ligne de compte de sorte que l'Etat emprunte à des conditions plus onéreuses que s'il était bien entendu qu'il ne rembourserait jamais ».

Il semble conduire en effet à une perpétuité absolue de la dette publique.

dite n'a que des effets partiels, ce remboursement pourra être utilisé pour l'extinction complète de l'ancienne rente.

Mais que l'Etat n'invoque plus son droit de remboursement : il n'a plus que la voie contractuelle de l'échange, et ne peut faire disparaître son ancienne dette malgré les titulaires. La conversion sera donc facultative, en ce sens que les rentiers pourront conserver leurs anciens titres, s'ils refusent de souscrire au nouvel emprunt.

L'intérêt de cette différence n'apparaît pas tout d'abord : dans l'un et l'autre cas, l'acceptation de la nouvelle rente reste le but principal de la conversion ; en fait, cette dernière est donc toujours subordonnée au consentement des rentiers. Mais dans une conversion obligatoire une modification quelconque, remboursement ou conversion, sera inévitable pour le rentier : il ne pourra échapper aux hasards d'un changement. Dans ces conditions, il se décidera le plus souvent en faveur de la nouvelle rente ; en effet, les autres placements ne lui offriront pas, à sécurité égale, de revenus supérieurs à ceux offerts par l'Etat (1) ; peut-être même de tels placements présenteront-ils quelque infériorité, l'Etat accordant presque toujours des primes de conversion. De plus la nouvelle rente aura un avantage sensible sur les valeurs similaires : elle sera garantie par un débiteur que le rentier connaît déjà et dont il a pu apprécier l'exactitude.

Dans une conversion facultative, au contraire, une option

(1) Nous supposons une conversion dans laquelle la réduction d'intérêt est conforme aux indications fournies par le marché.

n'est plus indispensable ; pour éviter toute aventure, tout désagrément, le rentier sera tenté d'opter pour le *statu quo* — solution qui a aussi le mérite de s'accorder parfaitement avec son désir de tranquillité.

Ces différences entraînent un profond changement dans la nature même de l'opération. Dans une conversion obligatoire, c'est le remboursement qui a raison de l'inertie des rentiers : certains avantages, primes, etc... n'auront alors qu'à donner la direction voulue à une impulsion déjà existante et n'exerceront ainsi qu'une action secondaire. Au contraire, si la conversion est facultative, les avantages de la nouvelle rente n'ont pas seulement pour but de diriger l'option des rentiers : ils doivent encore les pousser à entreprendre un changement qui, dans l'état actuel du marché, n'est aucunement inévitable. La bonne volonté des rentiers n'est plus seulement utile à la réussite de la conversion, elle en constitue le ressort même. Il y a donc ici un nouveau procédé de transformation de la dette : « lorsque sans offre de remboursement, le gouvernement présente aux créanciers une combinaison qui par ses avantages les fait consentir à une réduction d'intérêt sur le titre dont ils sont porteurs » (1).

Mais, en recourant à ce procédé, l'Etat s'attachera surtout à convaincre les rentiers ; il ne se bornera pas, comme dans une conversion fondée sur le remboursement au pair, à appliquer à sa dette la baisse d'intérêt constatée sur le marché : le

(1) Rapport du 5 février (*Mon. un.* du 6).

succès reposera plus encore sur la persuasion des rentiers que sur une situation de fait. La conversion de 1862 nous présente ce caractère, conséquence inévitable de l'abandon du remboursement ; elle est une « transaction », affirmaient ses auteurs. Est-il désirable de donner à l'opération ce nouveau caractère ?

Le contrat de rente met en présence des intérêts opposés, ceux de l'Etat et ceux des rentiers. Or, par sa nature, une transaction doit maintenir l'équilibre entre ces intérêts. Comment dès lors pourrait-elle entraîner des modifications avantageuses à l'une des parties, si les bénéfices de l'une constituent des pertes pour l'autre ? Mais un tel raisonnement est beaucoup trop absolu : en fait, une telle conversion peut être avantageuse soit aux deux parties, soit à l'une d'elles.

Tout d'abord des remaniements au contrat primitif pourront, par leurs conséquences, avoir un effet général profitable aux deux parties ; c'était précisément la prétention de M. Fould en 1862 : la conversion devait amener une telle prospérité que ni l'Etat, ni ses créanciers, n'auraient à regretter leurs nouveaux arrangements. Mais c'est aller invoquer l'avenir et il est bien dangereux de s'y réfugier avec tant de confiance en matière financière : les prévisions ont-elles été exactes ? Les événements permettront-ils la réalisation des espérances entrevues ? D'ailleurs le contrat de rente constitue-t-il une convention assez simple, dont on puisse saisir tous les éléments, pour lui appliquer sans imprudence de telles modifications ? A ce point de vue, une conversion tran-

sactionnelle présenterait donc un caractère aventureux peu compatible avec les principes d'une bonne gestion financière.

La transaction, il est vrai, peut entraîner des avantages unilatéraux au profit de l'une des parties.

En premier lieu, le mode d'exécution de l'obligation peut être modifié d'une façon utile pour le débiteur sans nuire aux intérêts du créancier : seulement cet avantage ne semble jamais devoir être bien considérable, ni surtout se traduire en profits pécuniaires immédiats ; notamment, en ce qui concerne les fonds d'Etat, ces bénéfices compenseraient-ils les frais de l'opération ? La recherche de ce but d'ailleurs ne sera pas sans danger, car, en pareille matière, les effets de la modification proposée sont fort souvent difficiles à prévoir.

Une transaction, enfin, peut être très avantageuse à l'une des parties, si l'ancien équilibre n'est maintenu qu'en apparence, si des concessions réelles et importantes de l'un des contractants ne sont compensées que par des avantages illusoires et sans consistance ; en un mot, une des parties peut avoir été trompée. Mais, si un tel procédé est déjà peu honnête, employé en connaissance de cause par un particulier, l'Etat est tout à fait blâmable quand il y recourt dans une conversion : il abuse de sa supériorité sur des rentiers généralement peu versés dans les combinaisons financières et incapables de contrôler la véracité de ses affirmations ; surtout, il sort de son rôle, car s'il représente les contribuables, il représente

aussi les rentiers : il n'a pas à prendre parti pour les uns ou les autres dans le nouvel arrangement.

Que voyons-nous pourtant en 1862 ? Sans doute le gouvernement ne pouvait prévoir l'avenir, mais croyait-il à la proximité d'un remboursement, par laquelle il effrayait les rentiers, et à la hausse du 3 % nouveau, qui devait les attirer ? Dans ce cas, il eût été bien imprévoyant : ni les circonstances financières et économiques, ni même les conditions internationales (premiers événements du Mexique) ne permettaient d'envisager comme prochaines de telles éventualités. Bien plutôt, le gouvernement se rendait compte de la situation, mais sous l'empire de ses besoins d'argent, il exagérait les mérites de la nouvelle émission, et mettait en œuvre des procédés de réclame peu compatibles avec sa dignité.

Mais ce procédé aboutit en définitive à des conséquences désastreuses ; sans doute, dans le présent, il procure quelques ressources au Trésor ; mais, tôt ou tard, le rentier s'aperçoit qu'il a été trompé, et, comme après 1862, le crédit de l'Etat est atteint.

Remarquons d'ailleurs combien cette idée de transaction fausse la notion elle-même de conversion. L'initiative de l'Etat se justifie parfaitement pour faire disparaître un type de rente non adapté aux conditions nouvelles du marché : les circonstances elles-mêmes imposent la conversion ; mais en dehors de ce cas, pourquoi l'Etat va-t-il se mêler de « ce qui se passe dans l'esprit des rentiers ? » (1) C'est ce que remarquait

(1) M^{is} d'Audiffret. *Système financier de la France*, 3^e édit. 1863. Livre II, page 320. « C'est à l'infailible discernement de l'intérêt

M. Darimon. « Traduisez en langage vulgaire toute cette rhétorique financière, vous serez étonnés de voir combien le raisonnement que fait le gouvernement pour décider les rentiers à accepter la conversion, ressemble à celui qu'un agent de change trop zélé ferait à son client pour l'amener à une opération périlleuse. » La conversion ne repose plus alors que sur de vagues promesses. Elle devient ainsi une véritable aventure pour les rentiers : l'avenir seul permettra de dire s'ils ont eu tort ou raison d'accepter les nouvelles rentes. Bien plus, de cette sorte de spéculation, pourra résulter entre les rentiers une inégalité choquante, au détriment de ceux qui ont eu confiance dans les promesses du gouvernement, et à l'avantage de ceux qui se sont obstinés à refuser les conditions proposées (2).

Mais, si le système de conversion facultative présentait ces inconvénients, n'offrait-il pas, par contre, un grand avantage en permettant d'écarter toute question de remboursement ? Et en effet, c'était là une des conditions d'existence de la conversion de 1862 : non seulement le Trésor n'avait pas de quoi faire face à des demandes éventuelles de remboursement, mais encore il ne pouvait raisonnablement offrir 100 francs

privé, c'est au libre acheteur de la place, qu'il appartient exclusivement en cette occasion de servir d'arbitre entre le Trésor, les rentiers et les contribuables ». M. d'Audiffret préconise alors un nouveau système d'adjudication publique des rentes devant remplacer la dette convertie.

(2) Labeyrie, *op. cit.*, p. 80.

d'un titre coté 99 fr. 50. Au reste, la majeure partie des rentes à convertir n'était pas remboursable avant le 22 mars.

Ces avantages particuliers nous entraînent à des considérations plus générales sur les conversions facultatives : à deux points de vue, elles semblent l'emporter sur les conversions obligatoires.

Tout d'abord, l'offre de remboursement est très gênante pour l'Etat ; si désavantageuses et si peu probables que soient les demandes de remboursement, le Trésor devra toujours se préoccuper d'y faire face, réunir des fonds assez considérables, ou du moins s'assurer le concours très onéreux de gros financiers. Donc, écarter l'éventualité d'un remboursement, ce serait rendre la conversion plus facile et plus économique.

D'autre part, les conversions facultatives auraient un domaine plus étendu : les rentes à convertir doivent être nécessairement au-dessus du pair si l'on veut recourir à une conversion obligatoire : sinon, le remboursement serait avantageux pour les rentiers, et les nouvelles rentes délaissées. Dans une conversion facultative, au contraire, le cours des rentes n'a plus cette importance ; sans doute, les rentiers seront rendus plus ou moins accommodants par les circonstances : encore, la conversion ne sera-t-elle plus aussi étroitement soumise aux conditions du marché.

Mais c'est bien là plutôt un grave inconvénient ! Une conversion a pour but de faire profiter l'Etat d'un taux d'intérêt réduit ; elle est la conséquence de la prospérité publique, et « en quelque sorte », disait M. Ollivier dans son discours, « la dernière manifestation de l'état réel du marché ». Le sys-

tème examiné porte atteinte à ce caractère : il permet à un gouvernement d'entreprendre une conversion, quand bien même l'état du crédit public n'impliquerait nullement cette mesure. Loin de voir un obstacle dans l'offre de remboursement, il faut plutôt la considérer comme une sauvegarde. Elle ne peut raisonnablement être faite, « que lorsqu'il est à peu près certain qu'elle ne sera pas acceptée », c'est-à-dire, seulement s'il y a véritable progrès du crédit public, et elle devient ainsi la *pierre de touche* de l'opération (1).

Au fond, la conversion de 1862 n'était facultative que pour éviter un remboursement impossible et permettre une opération allant à l'encontre des circonstances.

Le gouvernement d'ailleurs se rendait compte lui-même de la fragilité de cette combinaison ; s'il ne pouvait s'appuyer sur le remboursement lui-même, il invoquait la crainte du remboursement, s'efforçait d'établir dans l'esprit des rentiers une confusion, en leur faisant croire qu'en mars 1862 l'Etat les rembourserait par cela même qu'il en aurait le droit. Il cherchait en somme à rendre obligatoire, en fait, cette conversion nécessairement facultative, en droit : n'est-ce pas la plus frappante condamnation de ce système ?

(1) R. G. Lévy. *Les conversions de rentes*, Paris 1886 (Conférence faite au Cercle St-Simon, le 5 mai 1886, p. 22.

B. Conversion au-dessous du pair

Rappelons comment, en 1862, l'Etat pouvait percevoir une soulte. Par suite de ce fait, qu'un même revenu valait plus cher en 3 % qu'en 4 1/2 % et 4 %, une simple transformation du taux nominal des rentes lui permettait, en maintenant invariables les intérêts de sa dette, de percevoir une partie de cette plus-value. Au fond, le procédé constituait un emprunt, comme nous l'avons vu dans la théorie générale. En effet, la conversion de 1862 eût pu fort bien être uniquement au-dessous du pair : dans ce cas l'Etat eût profité d'une réduction d'intérêts : en prenant les cours de 99.50 pour le 4 1/2 et de 71 pour le 3 — chiffres admis par le gouvernement — 4 f. 50 de 4 1/2 eussent pu être remplacés par une rente de 3 % valant le même prix, c'est-à-dire une rente de 4 fr. 204. Il en eût résulté une économie d'intérêts de 0 fr. 29 6 %, mettons 0 fr. 25 %, en tenant compte des primes et frais de conversion. Si, malgré cette conversion en 3 %, l'Etat s'engageait à assurer aux rentiers un revenu de 4 fr. 50, c'est qu'il leur demandait par la soulte le capital dont ces 0 fr. 25 représentaient l'intérêt ; il y avait là un emprunt greffé sur une conversion au-dessous du pair. Mais, bien que dans la réalité ces deux opérations soient inséparablement liées, nous les examinerons séparément pour en faciliter l'étude. Occupons-nous en premier lieu de la conversion au-dessous du pair.

Une question préliminaire se pose ; normalement, légitime-

ment, les conversions au-dessous du pair peuvent-elles aboutir à une réduction d'intérêts ? Dans une conversion au pair ce résultat s'explique parfaitement ; grâce au droit de remboursement, l'Etat force les rentiers à considérer la rente à convertir comme ayant une valeur inférieure à son prix réel sur le marché ; de cette façon une rente portant moindre intérêt, mais ayant sa pleine valeur, arrive à être équivalente à cette rente de valeur réduite ; l'échange peut ainsi s'opérer entre l'une et l'autre à l'avantage de l'Etat. Mais dans une conversion au-dessous du pair, on ne peut plus raisonner ainsi ; le remboursement ne peut être offert qu'au pair ; il n'aura aucune action pour amoindrir la valeur des rentes qui sont encore au pair ou au-dessous du pair ; comment dès lors expliquer qu'un Etat obtienne une économie plus forte, en préférant par exemple du 3 % au-dessous du pair à du 4 % au pair ; — ou même, comme c'était le cas en 1862, — en transformant un fonds n'atteignant pas le pair en un autre fonds à taux nominal moindre ? C'est ici qu'il faut considérer les différences de capitalisation d'une même rente suivant son taux nominal : on peut remarquer (1) qu'« à la Bourse, les types inférieurs, comme le 3 %, atteignent des cours proportionnellement plus élevés que les types supérieurs, comme le 5 % » : quoique le 3 % ne rapporte que les $\frac{3}{5}$ de l'intérêt fourni par le 5 %, son cours est supérieur au $\frac{3}{5}$ des cours du 5 % ; autrement dit, il se capitalise à un taux moindre ; les

(1) Allix. *Op., cit.*, p. 538.

rentiers consentent à payer plus cher un même revenu en 3 % qu'en 5 % ; dès lors, en utilisant pour se procurer des ressources la rente qui a la plus grande valeur (celle la plus au-dessous du pair), l'Etat réalisera une économie pour le service de sa dette. Telle est la théorie des conversions au-dessous du pair : elle repose sur la différence de capitalisation existant entre fonds à taux nominal différent. Or, en 1862, certains adversaires de la conversion s'efforçaient de ruiner cette théorie : est-il bien certain, demandaient-ils, que cet écart se maintiendrait, « si les choses étaient livrées à leurs tendances naturelles » ? M. Darimon répondait négativement : « l'écart entre les deux fonds est un fait purement accidentel, il pourrait ne pas exister et cela s'est vu fréquemment ». Or on ne peut fonder une opération aussi importante qu'une conversion sur un « pur accident » ; d'une part, en effet, ce serait la mettre à la merci de la Bourse, puisque son succès dépend de cours factices ; d'autre part, ce serait tromper les rentiers, puisque les sacrifices à eux demandés ne seraient aucunement indispensables.

Cette opinion séduit tout d'abord ; les deux rentes sont servies par le même créancier et au même titre : d'où viendrait la supériorité de l'une sur l'autre ? Mais la rente la plus basse présente des avantages certains. Tout d'abord, par sa supériorité de taux nominal : dans le contrat de rente, l'Etat ne s'engage pas seulement à servir un intérêt déterminé, il se reconnaît aussi débiteur d'une certaine somme ; par unité de revenu, cette somme est d'autant plus importante que le taux

d'intérêt est plus bas ; 1 franc de rente 3 % a une plus grande valeur nominale que 1 franc de rente 4 1/2 %, car $\frac{100}{3} < \frac{100}{4\frac{1}{2}}$. Cette différence de valeur nominale ne peut sans doute modifier profondément le taux réel de l'intérêt, mais elle ne peut non plus rester sans influence.

D'un autre côté, et cette considération est la plus décisive, la valeur d'un revenu ne dépend pas seulement de son chiffre, mais aussi de sa durée ; à ce point de vue le 4 1/2 est moins favorisé que le 3. Ces fonds sont tous deux remboursables au pair, c'est-à-dire à la même somme de 100 fr. ; or le plus menacé d'un remboursement est celui qui se rapproche le plus du pair, et c'est évidemment celui qui pour 100 francs donne le plus fort intérêt.

L'écart existant entre deux fonds à taux nominal différent n'est donc nullement accidentel ; au contraire sa disparition serait anormale. Sans aller jusqu'à affirmer la constance absolue de cet écart, — soumis lui aussi aux variations inévitables du marché, — on peut prétendre du moins qu'il présente une stabilité suffisante pour servir de fondement à une conversion.

Mais de ce que la conversion au-dessous du pair est normale, légitime, il ne s'ensuit pas forcément qu'elle soit avantageuse à l'Etat ; c'est la question qu'il nous faut maintenant examiner.

Le grand argument invoqué en 1862 en faveur de la conversion au-dessous du pair, c'était l'unification de la dette ; à en croire les rapports officiels, la cause fondamentale de l'opé-

ration aurait été l'unification de la dette publique. « La diversité des éléments de la dette, « prétendait-on », est un obstacle réel au crédit public ». Qu'on suppose plusieurs fonds représentant tous un même capital nominal de 100 francs, mais donnant des revenus différents 4 fr. 50, 4 fr., 3 fr. ; celui qui assure le plus d'intérêt, valant le plus cher, sera le premier à atteindre, puis à dépasser le pair ; il pourra cependant être remboursé au pair et les porteurs subiront une perte d'autant plus sensible qu'ils l'auront achetée à de plus hauts cours au-dessus du pair ; ainsi la hausse de ce fonds rencontrera une résistance de plus en plus forte et son taux de capitalisation sera de moins en moins sensible à l'abaissement général du taux de l'intérêt. Cette anomalie aura des conséquences regrettables : il s'établit malgré tout une comparaison entre les divers fonds du même Etat ; quels que soient leurs risques spéciaux, ils ne peuvent présenter entre eux des écarts trop considérables. La fixité du 4 1/2 % aura sa répercussion sur le 3 %, qui, étant encore au-dessous du pair, ne court pourtant aucun risque de remboursement avec perte, et l'empêchera de progresser (1). Cette concurrence n'aura pas seulement une action défavorable sur le crédit public, mais entraînera des

(1) A ce propos, M. Baroche dans son discours du 8 février (*Mon. un.* du 9) qualifiait le 3 % de *valeur parallèle* ».

« Sur un total de 320 millions de rentes françaises, 175 millions sont complètement étrangers à l'action du crédit, ce qui nuit forcément au cours de la rente 3 % ». Rapport de la commission (*Mon. un.* du 29 janvier).

conséquences encore plus générales, plus fâcheuses. « Le 3 % est le régulateur inévitable et infaillible du taux de l'intérêt » (M. Chevallier, séance du 8 février. Voir aussi cette théorie développée dans le discours de M. Baroche le même jour). Sa fixité va s'opposer à une amélioration générale du taux du loyer des capitaux.

Pour remédier à ce regrettable état de choses, il n'y a qu'à rendre au 3 % son élasticité, et dans ce but, supprimer les termes de comparaison désavantageux, c'est-à-dire les fonds d'un taux plus élevé : en un mot, il faudra unifier la dette publique. « Cette unification, disait M. Baroche, c'est l'élévation naturelle de toutes les valeurs, et par suite l'abaissement du loyer de l'argent. » Ainsi, la conversion était présentée, « non comme un expédient imaginé pour venir momentanément en aide aux besoins du Trésor », mais « comme une combinaison conçue dans une pensée plus générale et plus élevée de prospérité publique » (1). « L'intérêt populaire, l'intérêt du travail, le salaire est intimement lié avec la loi qui nous est présentée », disait au Corps Législatif M. Chevallier.

Qu'y avait-il de fondé dans la thèse gouvernementale ? On invoquait le défaut d'élasticité du 4 1/2, mais dans ce sens ne sont pas les apparences. Prenons la période la plus proche de la conversion, où celle-ci n'était pas encore soup-

(1) Rapport de la commission (*Mon. un.* du 29 janvier).

connée et n'avait pu exercer aucune action perturbatrice. Les cours les plus hauts du 4 1/2 pendant les dix premiers mois de 1861 sont donnés par le tableau suivant :

Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre
97.40	98.05	98.10	95.72	96.75	96.90	98	98.60	99	99

D'un autre côté nous avons comme cours les plus bas pour cette même période :

96.40	97.20	95.60	94.90	95.50	96.10	96.75	97.80	96	96
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	----	----

Même en tenant compte des coupons, nous constatons des variations de valeurs atteignant jusqu'à 1.25 % dans un mois et 2.75 % pendant cette période. D'où vient cette contradiction entre les faits et la théorie, qui semble pourtant logique, invoquée par le gouvernement ?

C'est que le 4 1/2 n'atteignait pas le pair : en janvier 1862, même, ses plus hauts cours n'avaient pas encore dépassé 99.90. Sciemment ou non, le gouvernement faisait une confusion. Ses remarques étaient parfaitement exactes pour un fonds ayant dépassé le pair ; un remboursement, alors possible, devait entraîner une perte, croissante avec la hausse des cours, et cette considération devait enrayer les progrès d'un tel fonds. Mais semblable lourdeur ne pouvait frapper un fonds encore au-dessous du pair. Qu'importe au rentier d'acheter la rente un peu plus cher, si ses déboursés, — compris dans le capital de la dette reconnue, — sont éventuellement couverts par un remboursement au pair. Sans doute, plus un fonds approche du pair, plus il se capitalise à

un taux élevé, à mesure que grandit la menace de remboursement ; mais cette cause ne saurait avoir d'effet très sensible sur les cours. Les variations d'une telle rente ne sont pas dans un rapport toujours constant avec les mouvements de rentes plus basses, mais, d'une façon générale, cette rente reste soumise à l'action du crédit.

Les deux cas sont donc absolument dissemblables ; si pour un fonds au-dessus du pair nous trouvons en principe l'immobilité — plus ou moins troublée par les variations du marché ; pour un fonds au-dessous du pair au contraire, ce qui domine, c'est l'élasticité — plus ou moins contrariée par des influences secondaires.

L'unification peut avoir quelque utilité pour une dette dont certains types ont dépassé le pair, car ceux-ci restent étrangers à l'état du marché ; mais en quoi pourra-t-elle avoir une influence, si toutes les rentes sont au-dessous du pair et soumises par conséquent aux variations du crédit ? Dans ce dernier cas, — et il en était ainsi en 1862, — l'unification ne peut amener l'abaissement de l'intérêt. « Il y avait changement de titres, rien de plus, la nature des choses demeurait la même » (1).

Au contraire, semble-t-il, le crédit public doit fâcheusement se ressentir d'une unification de cette sorte.

La diversité d'intérêt se prête mieux aux goûts différents des rentiers ; les uns, soucieux avant tout de leur sécurité,

(1) M. Ollivier dans son discours du 8 février *Mon. un.* du 9).

se résignent à un revenu peu élevé, mais durable ; d'autres, au contraire, préfèrent tenter quelque peu la chance, et sacrifier à un revenu plus élevé la durée éventuelle de leur rente. Même en dehors des rentiers proprement dits, cette diversité n'est pas sans attrait ; les uns, commerçants, industriels, voient surtout dans les fonds d'Etat un moyen temporaire d'utiliser des capitaux inoccupés : ils achètent des rentes rapprochées du pair dont les variations sont moins désordonnées ; d'autres, au contraire, les gens de finance notamment, préfèrent le 3 %, espérant que l'élasticité de ce fonds leur offrira quelque jour de faciles bénéfices. La diversité de la rente permettra donc à un grand nombre de personnes de venir collaborer au crédit public. Avec un fonds unique l'affluence ne sera-t-elle pas moindre ? Il y aura mélange de tous ces avantages ou de tous ces défauts (suivants les goûts); cette moyenne aura-t-elle les mêmes attrait pour tant de personnes ?

Enfin, plusieurs rentes diverses — toutes au-dessous du pair — auront les unes sur les autres une action régulatrice ; entre elles, les écarts de capitalisation ne sauraient dépasser certaines limites ; sinon une de ces rentes serait tellement avantageuse ou désavantageuse par rapport à l'autre, qu'elle serait recherchée ou délaissée par les acheteurs sérieux, faisant alors passer au second plan leurs goûts personnels. De la sorte, les efforts de la spéculation pour fausser le cours d'une de ces rentes sont contrebalancés par la loi d'offre et demande. Pour qu'il n'en fût pas ainsi, il faudrait supposer sur tous les fonds d'Etat des manœuvres produisant

dans leurs cotes des mouvements parallèles : mais à s'étendre sur un si vaste domaine, les efforts des financiers perdent de leur efficacité ; d'ailleurs, ces manœuvres ne produiraient très probablement pas les mêmes effets dans tous les compartiments de la dette. On peut donc admettre, d'une manière générale, qu'en cas de diversité des rentes, l'une d'elles jouera toujours un rôle stabilisateur.

Quant au contraire il n'y a qu'un seul fonds, la spéculation aura peut-être une action moins efficace, car elle agira sur une plus grande masse, mais où sera le contrepoids ? L'appréciation de l'état réel du marché ne donne pas assez de certitude pour avoir une action compensatrice. Sans point de repère, les vrais rentiers, qui assurent la stabilité de la rente, se trouveront dérouterés. Où s'arrêtera, alors, l'entraînement — l'affolement peut-être, du marché ? (1).

En résumé, l'unification n'a d'utilité que pour les rentes dépassant le pair ; mais appliquée à des fonds au-dessous du pair, elle paraît sans objet et même nuisible. Ceci nous montre les dangers de cette théorie : elle prête trop à des

(1) Une réserve est pourtant nécessaire. En faveur de la diversité nous avons invoqué la loi d'offre et demande : encore faut-il que cette loi puisse s'exercer : dans ce cas ne se trouveraient pas des fonds, ayant un marché si étroit qu'ils sont à peine cotés à la Bourse : leurs cours peuvent ne pas être en rapport avec le taux véritable du crédit. Aussi ne faudrait-il pas préférer à l'unité une diversité due à des fractions minimales de la dette ; la variété ne peut avoir d'heureuses conséquences, que s'il s'agit de tranches de la dette assez importantes pour prendre réellement place au marché général des capitaux (Voir Leroy Beaulieu, *op.*, *cit.*, tome II, page 243).

généralisations imprudentes ; elle peut être étendue à des fonds nullement soustraits à l'essor du crédit ; elle pousse aux conversions au-dessous du pair en tendant à faire réaliser en une seule fois, brusquement, une unité qu'il serait préférable d'atteindre progressivement, suivant l'amélioration graduelle du crédit (1). En s'en tenant à la théorie ordinaire de la conversion, on eût évité toutes ces erreurs et remédié néanmoins aux inconvénients réels de la diversité des rentes. Plusieurs conversions appliquées aux fonds qui dépassent successivement le pair, aboutissent en définitive à l'unification : il arrive un moment où le seul fonds n'ayant pas dépassé le pair est celui à taux nominal le plus bas. Dans ce sens, comme représentant une suite d'efforts pour adapter l'intérêt servi par l'Etat aux progrès du crédit, la théorie d'unité de dette ne peut qu'être approuvée, admirée même : l'unification n'est alors qu'un résultat et n'est pas recherchée pour elle-même. Tel n'était pas le caractère de l'unification invoquée en 1862, « idée fausse », disait M. Picard, « en ce sens

(1) Cf. *Economiste français* du 1^{er} octobre 1887. *La situation financière. Le remaniement de la dette publique française*, par Paul Leroy Beaulieu.

« Nous ne sommes pas de ceux qui ont du fanatisme pour le principe de l'unité de la dette publique. Nous croyons qu'un Etat peut parfaitement avoir des engagements divers, de formes comme d'origines différentes, correspondant aux goûts variés des prêteurs, c'est-à-dire du public. Vouloir unifier une grande dette nationale simplement par amour de l'unité, c'est un procédé absurde, mais encore faut-il que certains engagements ne soient pas trop onéreux, ou que s'ils sont trop onéreux, ils ne puissent pas équitablement être transformés..... »

qu'on la représente comme pouvant forcer le crédit, et amener ce qui ne peut être amené que par le cours naturel des choses et l'accroissement de la prospérité publique ».

Le projet, d'ailleurs, objectaient les ennemis de la mesure, ne pouvait amener cette unité, la conversion était facultative et malgré tout le succès possible, elle laisserait bien subsister une portion de l'ancienne dette. M. Fould répondait qu'il n'y en avait pas moins là un premier pas vers l'unification ; le 4 1/2 qui resterait après l'opération serait fort réduit et on pourrait sans danger lui appliquer une conversion obligatoire. On peut trouver que le gouvernement fondait trop d'espérances sur l'avenir, mais on doit reconnaître que le caractère facultatif de cette conversion n'empêchait pas en effet d'invoquer l'unité de dette.

Aussi bien le rôle joué par cette théorie en 1862 fut immense ; peut-être ne fut-elle pas sans influence sur le gouvernement lui-même ; mais à coup sûr elle n'avait pas pour lui toute l'importance qu'il prétendait lui attribuer. Au milieu des embarras financiers où il se débattait, le second avantage qu'il attendait du projet, celui de procurer des ressources au Trésor, devait en réalité tenir la première place. Nous sommes ainsi ramenés aux résultats financiers de la conversion de 1862 : ceux-ci étaient la conséquence de la conversion au-dessous du pair ; seulement, par suite de la soulté, ces bénéfices se traduisaient non plus en économies d'inté-

(1) Séance du 7 juin (*Mon. un.* du 8).

rêts, mais en capitaux. Sans doute des différences sont possibles entre les deux modes d'appréciation, peut-être, par exemple la prime de conversion doit être augmentée quand les bénéfices sont réalisés en capitaux ; mais cette différence existât-elle, elle ne saurait empêcher les rapports existants entre les bénéfices de l'opération et la conversion au-dessous du pair d'où ils tirent leur origine.

Les ressources pécuniaires procurées par la conversion de 1862 ne furent pas négligeables : les rentes 4 1/2 et 4 à convertir s'élevaient à plus de 175 millions : en déduisant de ce chiffre 36 millions appartenant aux établissements publics et de bienfaisance, le gouvernement estimait à 149 millions les rentes possédées par des particuliers. Avec une soulte de 6 francs par 4 fr. 50 de rente, la conversion devait procurer 199 millions au Trésor. Sans doute ce chiffre pouvait varier suivant le plus ou moins de succès de l'opération, mais en faisant à la chance sa part, on pouvait encore le fixer à 150 millions (1). Les résultats dépassèrent ces prévisions : sans doute la pression administrative était pour beaucoup dans le succès, sans doute aussi les 36 millions de rentes appartenant aux établissements publics, non comptés dans les appréciations précédentes, avaient été convertis presque sans exception, le total des soultes fut de 160 millions, ce qui, en déduisant 3 millions de frais, donna au Trésor un

(1) Rapport du 5 février (*Mon. un.* du 6).

bénéfice net de 157 millions. La conversion procurait ainsi une économie annuelle de plus de 7 millions, puisque, pour arriver au même résultat, il eût fallu emprunter ces 150 millions au moins en 4 1/2, taux d'alors.

Mais si la conversion au-dessous du pair avait amené cet heureux résultat (1), elle entraînait par compte d'autres effets fâcheux devant entrer eux aussi en ligne de compte : l'augmentation du capital nominal de la dette, — l'abandon de réductions successives.

A Une conversion au-dessous du pair augmente le capital nominal de la dette. Voici comment : une conversion, quel que soit son caractère, au pair ou au-dessous du pair, suppose en quelque sorte un échange de l'ancienne rente contre la nouvelle, par suite l'égalité de valeur de ces deux rentes. Nous avons déjà vu comment, dans une conversion au pair, cette égalité s'établit en réduisant par la menace du remboursement la valeur du fonds le plus élevé ; nous savons aussi que ce moyen ne peut s'appliquer aux fonds au-dessus du pair : si la rente soumise à la conversion n'a pas dépassé le pair son prix reste invariable ; que l'Etat veuille alors l'échanger pour une autre rente à taux nominal moindre et ayant par suite moins de valeur, il n'a qu'un moyen d'établir

(1) En 1862, comme la conversion ne portait pas sur un fonds au-dessus du pair toute l'économie obtenue était uniquement la conséquence de la conversion au-dessous du pair. Mais le plus souvent ce système appliquant à des fonds ayant dépassé le pair, produit seulement une économie supplémentaire. Peu importe d'ailleurs ; dans un cas comme dans l'autre, les mêmes raisonnements s'appliquent aux bénéfices ainsi obtenus.

l'égalité nécessaire à l'échange, c'est de compenser l'inégalité de valeur existant entre les deux rentes en donnant plus de l'une qu'il ne reçoit de l'autre : pour un titre de l'ancienne rente, il donnera non seulement un titre du nouveau fonds, mais encore une fraction de titre en supplément. Prenons comme unité, par exemple, la rente correspondant au capital nominal de 100 francs : en 1862 cette unité valait en 4 1/2 % 99.50 — en 3 % 71 ; — pour remplacer une unité de 4 1/2 % par du 3 %, il fallait donner non seulement une unité de 3 % valant 71 francs, mais y ajouter une fraction d'unité valant 18 fr. 50 ; à ce complément correspondait un nouveau capital nominal (1). On peut exprimer ce résultat de la manière suivante :

Rentes	4 1/2 %	3 %
Valeur réelle	99.50 = 71 + 18.50	
	Egalité nécessaire à l'échange.	
Valeur nominale	100	100 + 38.37
		Augmentation du capital nominal.

Cette augmentation de capital nominal, du reste, n'empêche

(1) Labeyrie, *op.*, *cit.*, p. 192. « L'habitude anglaise n'est pas comme en France d'indiquer le prix réel des emprunts par une désignation au-dessous du pair : le rapport est établi, non comme en France, entre la somme à verser par les souscripteurs et la somme de 100 fr., dont l'Etat se reconnaît débiteur, mais bien entre la somme de 100 fr. à payer par les prêteurs et la somme dont l'Etat se reconnaît débiteur pour cette somme de 100 fr. Le procédé de nos voisins nous paraît préférable ; il a l'incontestable mérite d'être plus franc que le nôtre : il permet à l'esprit le moins exercé de saisir immédiatement l'augmentation factice de capital consentie par le Trésor. »

pas le 3 % de procurer à l'Etat une économie d'intérêts ; dans les deux cas, sans doute, il y a emprunt de 99.50, mais en 3 le taux réel de cet emprunt est moindre qu'en 4 1/2 (1).

Si nous appliquons les données précédentes aux seules rentes 4 1/2 soumises en 1862 à la conversion — soit 173 millions — nous trouvons une augmentation de capital nominal de 1.474 millions, dûe à la conversion au-dessous du pair.

Bien plus, l'opération de 1862 devait entraîner une augmentation plus importante encore du capital de la dette publique ; il faut en effet tenir compte de l'emprunt réalisé au moyen de la soulte, soit 280 millions environ ; si ce nouveau capital correspondait en partie à des sommes à recevoir réellement par l'Etat (jusqu'à concurrence de 200 millions), pour 80 millions il ne correspondait à rien de positif : cette augmentation purement nominale de la dette tenait à ce que la soulte était représentée par des rentes au-dessous du pair, et elle avait identiquement le même caractère que celle dûe à la conversion : les mêmes raisonnements s'y appliquent.

Mais tout en reconnaissant l'exactitude des évaluations

(1) De la sorte, si une conversion au-dessous du pair a lieu sur un fonds au-dessus du pair, il y a en réalité, confondues dans la même opération deux conversions de nature différente.

L'une au pair procure un avantage en réduisant à 100 la valeur de la rente soumise à la conversion et en l'égalisant avec une nouvelle rente au pair de taux nominal moindre, rente d'ailleurs fictive dans notre cas.

C'est alors sur cette nouvelle dette que porte la conversion au-dessous du pair : par un autre procédé, en transformant le taux de cet emprunt, on obtient une nouvelle économie.

faites à ce sujet, le gouvernement prétendait qu'elles n'avaient pas grande signification : il ne fallait pas oublier, disait-il, qu'il s'agissait là de capital nominal, et que par conséquent, l'augmentation ainsi établie de la dette était toute fictive.

Pour que l'Etat supporte réellement cette augmentation, il faut supposer un remboursement au pair ; mais en pratique la libération s'opère par l'amortissement, c'est-à-dire par voie de rachat au cours de la Bourse. « La caisse d'amortissement ne rembourse point mais elle rachète. Elle ne rachète point d'après la valeur nominale des rentes, mais d'après leurs cours. Elle est subordonnée dans toutes ses opérations à la situation du crédit et elle en suit toutes les fluctuations » (1). Qu'importe dès lors la dénomination de la rente ? « La dette publique ne peut être évaluée que par le cours qu'elle aura sur la place et non pour la valeur nominale qui lui est donnée au moment de sa création. »

Appliquons ce même raisonnement à la dette créée par la conversion de 1862. En supposant l'amortissement possible au cours moyen de 71, où s'était opérée cette conversion, l'Etat n'aurait à rendre que la somme à lui fournie ; l'extinction du surplus de la dette s'opérerait fictivement.

Mais si les cours dépassaient 71, il lui faudrait payer, même en employant l'amortissement, une portion de la dette nomi-

(1) Rapport du 17 avril 1825 par M. Masson à la Chambre des députés (*Mon. un.* du 18).

nale ainsi contractée. Alors apparaissent les effets de la conversion au-dessous du pair ; l'ancienne dette 4 1/2 et 4 pouvait s'accroître en valeur, mais une telle hausse étant donnée les cours (99.50) devait vite avoir lieu au-dessus du pair : peu importait alors à l'Etat, puisque son droit de remboursement lui permettait toujours de se libérer au moyen d'une somme invariable de 100 francs. Au contraire, avec la nouvelle dette 3 % dont les cours étaient encore très au-dessous du pair (71 fr.), l'Etat resterait longtemps soumis, pour éteindre sa dette, aux prix croissants du marché, — jusqu'à ce que l'intérêt tombant réellement à 3 %, il eût de nouveau intérêt à invoquer son droit de remboursement. La transformation du taux de la rente de 4 1/2 en 3 avait donc cet effet (du moins au-dessus des cours où le 3 % correspondait au pair de la rente 4 1/2) (1) : l'Etat, pour amortir, devrait tenir compte aux rentiers des progrès du crédit public, alors qu'autrefois son droit de remboursement l'en dispensait. Il en résulterait pour lui une perte analogue à celle que lui causerait un amortissement au-dessus du pair ; cette perte devait s'aggraver jusqu'à ce que le 3 % touchant le pair, elle eût atteint le montant du nouveau capital reconnu. Ainsi, l'augmentation de capital nominal qu'on essayait de présenter comme fictive devait « *se réaliser* cependant à chaque mouvement en hausse » (2).

(1) 71.35. En effet $\frac{71}{99.50} = \frac{71.35}{100}$.

(2) M. Bourdeau à la Chambre des députés le 26 avril 1824 (*Mon. un.* du 27).

Par contre, si la nouvelle rente baissait, le phénomène inverse allait se produire ; avec une somme inférieure à 71 fr. l'Etat n'amortirait pas seulement 29 fr. de capital fictif, mais encore ces 71 fr. dont il aurait réellement profité lors de l'émission des rentes nouvelles ; il en retirerait donc un bénéfice, tout comme un commerçant qui rachète la même marchandise moins cher qu'il ne l'a vendue. C'est ainsi qu'après la conversion de 1825, le 3 % étant tombé à 45 fr. ; l'Etat en rachetant à ce cours avait fait 122 millions de bénéfices (1).

Ainsi, quand il s'agit d'augmentation de capital nominal, la question qui se pose est la suivante : jusqu'à ce que soit amortie la rente correspondant à ce nouveau capital nominal, la hausse l'emportera-t-elle sur la baisse ? C'est là une question de pur hasard ; car il ne se peut agir de prévision, dans ces matières si complexes du crédit public et pour les périodes généralement longues nécessaires à l'amortissement d'un fonds d'Etat. Le gouvernement qui compte sur des éventualités favorables se livre à un véritable jeu.

Nous connaissons maintenant les circonstances qui devaient suivre la conversion de 1862 : la moyenne des cours du 3 % fut 69.26 en 1862, 68.55 en 1863, 66.05 en 1864, 67.74 en 1865 ; en juin 1866 cette rente tomba même à 62.45. Dans ces conditions l'amortissement devait être tout à fait avantageux et donner des bénéfices de 1.74, 2.45, 4.95, 3.26 et

(1) Discours de M. Fould, frère du ministre, du 21 avril 1840, cité par M. Ollivier dans la séance du 8 février 1862 (*Mon. un.* du 9).

même 8.55 %. Mais, hélas ! pendant ces périodes, l'amortissement ne fonctionna pas : l'Etat traversait des crises financières trop graves pour diminuer les ressources, déjà insuffisantes, par le paiement d'une dette qu'il n'était pas obligé de rembourser. Ceci nous montre qu'il ne faut guère compter sur l'amortissement pour rendre avantageux des emprunts ou des conversions au-dessous du pair ; les nouvelles rentes sont émises à un cours déjà très bas ; pour que leurs prix tombent encore, il faudra des circonstances qui impliqueront presque toujours des embarras financiers pour l'Etat. Quand l'amortissement sera avantageux, le plus souvent il sera impossible.

D'ailleurs, il serait singulièrement choquant de voir un gouvernement fonder la réussite de ses projets sur des éventualités fâcheuses pour le crédit national. « Est-ce que les chambres qui ne doivent voir que l'avenir prospère du pays doivent calculer sur ses désastres ? » demandait, en 1862, M. Ollivier.

Ajoutons qu'on favoriserait fort peu le succès de l'émission ou de la conversion en faisant prévoir une baisse des nouveaux titres !

Il faut reconnaître qu'en 1862, le gouvernement se gardait bien de supposer une baisse quelconque du 3 % ; au contraire, il promettait aux rentiers une hausse rapide de ce fonds. Dès lors il eut été contradictoire de prétendre que l'augmentation de capital nominal était seulement fictive ; il fallait nécessairement admettre que celle-ci serait effective-

ment supportée par l'Etat, au moins en partie. Mais cette augmentation réelle de la dette n'était pas, prétendait-on, une éventualité si redoutable. Tout d'abord elle ne serait totale que si l'intérêt tombait au-dessous de 3 %. « Or il est bien permis, disait M. Vuitry, de penser que cette époque n'est pas prochaine. » L'augmentation nominale de la dette constituait donc un maximum, et on pouvait espérer qu'elle ne serait pas payée en totalité.

De plus, si avec le progrès des rentes, la libération de l'Etat devenait plus onéreuse, il ne fallait pas s'en inquiéter ; cette hausse impliquerait le développement de la prospérité publique et le gouvernement serait largement dédommagé : en ce sens on peut dire que « l'Etat n'a jamais intérêt à racheter la rente à bas prix » (M. Vuitry, à la séance du 7 février 1862). A mesure que le fardeau devient plus lourd, il est plus capable de le supporter : les facilités nouvelles du paiement font plus que compenser cet accroissement de charges.

Il y a dans cette théorie une large part de vérité ; mais il faut considérer à quelles conséquences elle aboutit. Que la dette soit de plus en plus facile à éteindre à mesure qu'elle s'accroît réellement, il n'en est pas moins certain qu'elle est une charge. Un tel système tendra sans cesse à contrebalancer les progrès du crédit public (1) ; son action de ralentisse-

(1) « L'action de l'amortissement faiblit en proportion de la réduction du taux de l'intérêt », M. Human, le 24 avril 1825 à la Chambre des députés (*Mon. un.* du 25) .

ment sera d'autant plus énergique que l'essor du pays sera plus rapide !

B Mais l'augmentation du capital nominal de la dette n'est pas la seule conséquence de la conversion au-dessous du pair : ce système entraîne aussi une renonciation à des bénéfices futurs. Le remboursement, et par suite une conversion normale, n'est possible, que si le prix de la rente est au moins égal à son capital nominal, autrement dit si le taux réel est l'équivalent du taux nominal ; or en convertissant sa dette 4 1/2 en 3 l'Etat remplaçait 100 fr. de capital nominal à 99.50 par 100 fr. valant 71.50 ; éloignant le taux nominal du taux réel, il écartait en même temps la possibilité de la conversion. Supposons maintenant une série de rentes échelonnées à 1/2 %, 4 1/2 — 4 — 3 1/2 — 3 : en passant de 4 1/2 à 3 sans transition, l'Etat sacrifiait en même temps trois conversions d'un 1/2 % ; en supposant invariable à 173 millions de rentes la dette sur laquelle il eût opéré, l'Etat abandonnait ainsi 19 millions d'économie annuelle à partir de la première conversion, 38 après la seconde, 57 après la troisième. En compensation de ces sacrifices, le système proposé en 1862 présentait seulement 10 millions d'économie annuelle, montant des intérêts des 230 millions fournis par la soulte. La balance semble difficile à établir entre 10 millions d'un côté et 57 de l'autre : pourtant, même sur ce point, le gouvernement venait affirmer la supériorité de son projet. « Si l'Etat renonçait pour l'avenir au bénéfice qu'il aurait pu trouver dans une réduction successive des intérêts de sa dette, il se procurait *immédiatement* une somme importante. »

Il est curieux d'observer ici la double attitude du gouvernement : s'agit-il de charges futures, l'optimisme officiel est sans bornes ; le progrès de la richesse aurait suffi à contrebalancer sans difficulté des engagements onéreux. Est-il question au contraire de s'assurer présentement des ressources, on perd toute confiance dans ce même avenir. Une conversion pure et simple eut été « un ajournement indéfini de la conversion ». « Sans doute la réduction obtenue sera plus modeste, mais aussi elle sera plus certaine », disait M. Gouin (1).

Il ne semblait pourtant pas qu'une conversion au pair eût dû être si lointaine, puisque le 4 1/2 était à 99 environ. N'était-ce pas conforme aussi aux affirmations du ministre : non seulement celui-ci menaçait les rentiers récalcitrants d'une conversion obligatoire très prochaine, mais il la supposait même possible dès que l'Etat aurait recouvré son droit de remboursement le 22 mars suivant.

Allons plus loin : il est incontestable sans doute que les conversions successives au pair sacrifiées par la conversion au-dessous du pair atteignent, suivant la remarque très juste de M. Vuitry à la Chambre, une fraction toujours plus importante du revenu et deviennent par suite de plus en plus espacées, soulèvent plus de résistances. Il n'en est pas moins vrai qu'elles étaient envisagées comme possibles puisqu'on trouvait tout naturel le sacrifice consenti par les rentiers

(1) Discours du 8 février 1862 (*Mon. un.* du 9).

pour les éviter. La conversion en 3 % eût-elle été inadmissible, il n'y aurait eu aucune raison pour que le 4 % ne fût pas capitalisé au même taux, par suite pour qu'une conversion au-dessous du pair en 4 % ne fût pas aussi avantageuse pour l'Etat que cette conversion en 3 %.

Quoi qu'il en soit, cet abandon de réductions successives allait avoir les mêmes effets sur l'avenir que l'augmentation du capital nominal ; la perte d'économies, qui commencerait par être de 19 millions, allait s'élever successivement à 38, puis à 57 millions, à mesure que la hausse des rentes aurait permis d'autres conversions. Sans doute, il n'allait pas en résulter un accroissement apparent de dépenses comme celui dû à l'amortissement de rentes de plus en plus élevées ; mais on sacrifiait des disponibilités croissantes pour les budgets futurs ; d'une manière négative, il y avait là aussi une charge devenant plus lourde avec les progrès du crédit public.

En résumé, par l'augmentation du capital nominal de la dette et par l'abandon de réductions successives, la conversion de 1862 hypothéquait en quelque sorte le développement futur de la nation. Est-il permis à un gouvernement, quelles que soient les circonstances, de grever ainsi l'avenir ? Si l'on peut faire leur part aux générations futures des dépenses nationales (et encore faut-il rigoureusement limiter cette faculté à des cas exceptionnels), est-il licite, de leur faire supporter ces charges plus lourdement qu'aux générations présentes ?

L'étrangeté du procédé ne suffit cependant pas à le con-

danner : au moyen de démonstrations mathématiques, on a parfois essayé de ruiner toutes les objections précédentes ; des avantages pécuniaires, dit-on, compenseraient à la fois et l'augmentation de capital nominal et l'abandon de réductions successives. Une conversion au-dessous du pair procure une économie, assez faible sans doute (1), mais immédiate ; des conversions au pair par contre, si elles permettent des réductions plus importantes, ne les donneront que dans un futur peut-être assez éloigné. Sans donner de chiffres, les partisans de la conversion de 1862 tiraient parti de cette remarque : l'économie annuelle de 10 millions, obtenue immédiatement, était préférable, disaient-ils, à une économie de 19 millions à une époque incertaine (1).

Que vaut cet argument ? Incontestablement, en appliquant aux économies annuelles de 10 millions, obtenues dès la conversion au-dessous du pair, des intérêts composés à un taux suffisamment élevé, en supposant aussi qu'une conversion au pair donnant 19 millions d'économie ne soit réalisable que

(1) Remarquons en effet que cette économie ne sera jamais très importante. L'écart de capitalisation, dont elle provient et qui la détermine, ne peut raisonnablement dépasser certaines limites.

En fait, cette économie d'intérêt dépassera rarement 0,50 par unité de rente convertie.

(1) Rapport de la commission du 5 février 1862 (*Mon. un.* du 6). « Nous pouvons à juste titre croire que la somme minime réalisée immédiatement sera plus profitable à nos budgets que la perspective d'une somme plus considérable, mais à une échéance que personne ne saurait prévoir ».

dans un délai assez éloigné (2), on peut arriver à des résultats favorables aux conversions au-dessous du pair. Mais leur cause ne serait pas encore gagnée pour cela. Les économies procurées par une conversion au pair n'exigent pas de modifications de la dette ; celles résultant de conversions au-dessous du pair entraînent nécessairement une augmentation de capital nominal. Pour arriver à des résultats complets, il faudra déduire des bénéfices de la conversion au-dessous du pair les sommes destinées à amortir le nouveau capital nominal. Comment se fera cet amortissement ? Là se donneront cours toutes les fantaisies, mais fatalement il arrivera de deux choses l'une : ou cet amortissement sera très rapide et il absorbera la plus grande partie des économies obtenues ; ou il sera très lent et pèsera sur de nombreux budgets. Il n'est aucunement certain d'ailleurs que cet amortissement fonctionnera régulièrement et sans relâche pendant des périodes généralement longues ; l'histoire de la Caisse d'amortissement en est une preuve.

Ecartons même cette question d'amortissement : bornons-nous à comparer simplement les bénéfices procurés par les deux systèmes ; que d'hypothèses encore pour arriver à des résultats favorables aux conversions au-dessous du pair !

Tout d'abord, il n'est aucunement démontré que les économies ainsi obtenues doivent être placées à intérêts composés. Prenons le cas de 1862 ; l'Etat devait obtenir 200 millions

(2) Tel, que les économies déjà accumulées fournissent un revenu annuel supérieur à 9 millions.

au maximum et diminuer d'autant la dette flottante ; admettons que, sans la conversion, cette somme ait dû être demandée à l'emprunt et qu'on ait ainsi évité l'augmentation d'impôt nécessaire à assurer cette nouvelle charge, soit annuellement 10 millions : comment établir que cet argent ainsi laissé entre les mains des contribuables doive rapporter 3, 4 ou 5 % ? Comment déterminer cet intérêt pour un futur qu'on ne connaît pas ? Pourtant, dans de tels calculs, la moindre erreur multipliée par des chiffres élevés conduit à des différences considérables !

D'un autre côté, pour établir des comparaisons, il faut nécessairement se livrer à certaines suppositions : la prochaine conversion au pair ne sera pas possible avant 10 ans, la seconde avant 30 ans, etc..., ces conversions amèneront chacune une réduction d'un $1/2$ %... — hypothèses d'autant plus risquées qu'elles sont plus éloignées.

Et croit-on que le calcul, appliqué à des données aussi hasardeuses, permettra des prévisions certaines ? Quelle que soit l'exactitude des raisonnements mathématiques, ils ne sauraient conduire qu'à des suppositions, si leurs points de départ ne sont que des hypothèses. En ce sens se justifie pleinement l'opinion de M. Chevalier, parlant en 1862 de tous ces calculs : « A mes yeux ce sont plutôt là des jeux d'esprit que des réalités. »

Toutefois, les mathématiques pourront donner certaines indications qui ne seront peut-être pas sans utilité ; il peut être bon de dresser des tableaux pour les divers cas suscep-

tibles de se réaliser ; évidemment on y trouvera des résultats tantôt favorables au système, tantôt le condamnant absolument ; mais ainsi la discussion sera éclairée et on pourra s'apercevoir que les cas favorables à la conversion au-dessous du pair ne sont pas en pratique les plus fréquents (1).

De cette variété de résultats se dégagera surtout l'idée très nette du caractère aléatoire de la conversion au-dessous du pair : les prétendus avantages de ce système dépendent de circonstances futures et inconnues.

La conversion de 1862 présente ainsi tous les caractères d'une véritable aventure. Or il ne rentre nullement dans les attributions du gouvernement de spéculer ainsi avec la dette publique — au risque de faire chèrement payer à la nation les suites malheureuses de ce jeu. Il lui faut se borner à profiter

(1) Labeyrie, *op. cit.*, p. 118 et s., suppose qu'au lieu de convertir du 5 % coté 108 fr. en 4 1/2 au pair, on le convertit en 3 % à 73 fr. On obtient ainsi par unité de rente convertie un surcroît d'économie de 0 fr. 30 sur les intérêts, mais l'augmentation de capital est de 40 fr. Pour amortir ce nouveau capital, en y employant toute l'économie obtenue, il faudrait 54 ans et 5 mois. Même en admettant que l'économie supplémentaire atteignît 0,50 (le 3 % étant cédé à 75 fr.), cette période d'amortissement durerait encore 37 ans.

Comparant ensuite les résultats d'une conversion au-dessous du pair de 5 en 3 % procurant une économie supplémentaire de 0,30, et ceux de trois conversions successives au pair du 4 1/2 % en 4 %, du 4 % en 3 1/2 % et du 3 1/2 % en 3 % (en admettant que ces trois opérations se fassent après la 10^e, la 20^e et la 40^e année), il établit que dans le premier cas la valeur actuelle du bénéfice obtenu est seulement de 7 fr. 059, alors que pour les trois réductions au pair elle atteint 16 fr. 7536.

des améliorations possibles dans le présent. La première qualité indispensable à la gestion des finances publiques, c'est la prudence ; avec les sommes énormes qui sont en jeu, les bénéfices ainsi obtenus sont toujours minimes relativement aux risques courus.

Par ces considérations générales devrait se terminer ce chapitre ; mais le caractère facultatif de la conversion entraînait le gouvernement à insister sur les avantages pour les rentiers de la conversion au-dessous du pair : revenu garanti contre les conversions futures — hausse probable des nouveaux titres. Ces avantages se rattachaient aux deux principales conséquences du système : l'abandon de réductions successives, et l'augmentation du capital nominal, et il semble inutile de reprendre la même question sous un autre aspect : s'il était impossible d'apprécier pour l'Etat les sacrifices entraînés par l'augmentation du capital nominal et l'abandon de réductions successives, de même il serait bien difficile de préciser les avantages ainsi procurés aux rentiers ; ce qui était une aventure pour l'Etat était également une aventure pour eux. Néanmoins il n'est pas sans intérêt d'étudier en eux-mêmes ces deux arguments ; aussi bien le gouvernement leur donnait-il trop d'importance pour ne pas les examiner ici spécialement.

La fixité du revenu est sans doute très appréciable (1) : la

(1) A cet avantage se rattache un des arguments les plus souvent invoqués en faveur des conversions au-dessous du pair : elles seules, dit-on, seraient acceptables pour les rentiers, le nou-

différence de capitalisation entre fonds à taux nominal différent en est une preuve ; mais il faut aussi tenir compte de la diminution de revenu au moyen de laquelle cette fixité est obtenue ; ce sacrifice aura été inutile, si le rentier doit, pour une raison ou pour une autre, abandonner ses rentes, avant que le taux des fonds les plus élevés n'ait été réduit. Or, les variations de l'intérêt, celles du moins profondes et durables, ne sont pas très rapides, et ces variations n'ont pas toujours lieu dans le sens de la baisse. D'un autre côté, les rentes, comme toutes les richesses, changent forcément de mains à des intervalles assez rapprochés. Dans ces conditions, le rentier aura peut-être avantage à courir les risques de conversions futures et incertaines, au lieu de vouloir s'assurer contre elles par une réduction immédiate de ses revenus. La conversion de 1862 nous en fournit précisément un exemple ; jusqu'en 1887 les rentiers qui n'acceptèrent pas les propositions du gouvernement eurent sur les rentiers

veau fonds était garanti par son taux même contre un remboursement. Dans une conversion au pair, au contraire, le fonds offert aux rentiers étant au pair ou même le dépassant (variations du crédit-primes), une nouvelle conversion sera presque immédiatement possible après la première : il n'aurait donc servi de rien aux rentiers convertis d'accepter le nouveau fonds.

Mais les faits viennent tout d'abord péremptoirement contredire un semblable raisonnement : dans l'histoire financière, les conversions au pair sont encore plus nombreuses que celles au-dessous du pair, et elles ont plus généralement réussi.

Il n'est pas difficile en effet d'écarter cet inconvénient des conversions au pair, en garantissant le nouveau fonds pendant un certain délai contre le remboursement. Sans doute cette garantie, due uniquement à une disposition de la loi, n'a pas la même nature que celle résultant du taux de la rente et est plus factice ;

convertis un bénéfice de 0.25 % par an, soit au total 6 f. 25 % ; il est vrai qu'à partir de cette époque, par suite d'une réduction d'un 1/2 %, ils perdirent chaque année 0.25 % sur les rentiers convertis, soit jusqu'en 1894 1 fr. 75 % ; après 1894 ce désavantage s'éleva à 0.75 %, de sorte que vers 1900 leur situation était à peu près équivalente (abstraction faite des intérêts composés en leur faveur), à celles des rentiers convertis en 1862 ; ainsi pour une période de 38 ans, les sacrifices consentis par ces derniers avaient été tout à fait inutiles ; combien y eût-il de rentes 3 % qui restèrent aussi longtemps dans les mêmes familles ? Il ne faut donc pas attribuer une valeur excessive à la fixité du revenu ; assurément, si la réduction

mais c'est plutôt là un avantage. De cette façon, le gouvernement limite assez exactement l'étendue de ses engagements tandis qu'il lui est impossible de prévoir quand un fonds très éloigné du pair sera convertible. Evidemment, à l'expiration du délai de garantie, le crédit de l'Etat peut ne pas être suffisant pour permettre de convertir le fonds provenant d'une conversion au pair, du moins une nouvelle conversion sera-t-elle plus facilement réalisable, et par conséquent plus probable, que celle d'un fonds ayant un taux moins élevé. On peut cependant imaginer certains cas, assez invraisemblables, il est vrai, où cette garantie légale serait avantageuse pour les rentiers ; ce serait lorsque les progrès du crédit public auraient été si rapides, qu'avant l'expiration du délai, le fonds au-dessous du pair n'aurait plus été garanti par son taux contre la conversion.

Nous constatons d'ailleurs que, même dans une conversion au pair, le taux d'intérêt présente par lui-même une certaine garantie. En effet, le nouveau fonds ne sera normalement convertible, que si la rente, existante ou possible, du degré subséquent d'intérêt, a elle-même dépassé le pair ; or, si la première conversion au pair n'a pas été insuffisante, cette rente était alors au-dessous du pair : il faudra un certain progrès du crédit public, par suite un certain délai, pour qu'elle atteigne le pair. Ce délai, il est

apparaissait comme imminent et si le sacrifice demandé était inférieur à un sacrifice prochainement inévitable, aucune hésitation ne serait permise aux rentiers ; mais alors la même certitude existerait aussi pour l'Etat et on ne comprendrait pas qu'il offrît cette combinaison.

L'augmentation du capital nominal de leurs rentes n'était pas un avantage plus assuré pour les rentiers. Sans doute les cours d'un fonds au-dessous du pair se conforment mieux aux progrès du crédit ; mais ce serait une grave erreur que de supposer la conversion au-dessous du pair capable à elle seule d'amener la hausse. La loi d'offre et demande ne cesse de dominer les cours de la rente (1). Leurs variations sont par conséquent aussi impossibles à prévoir que les multiples événements susceptibles d'influencer vendeurs ou acheteurs.

D'ailleurs, le cas échéant, peu importe cette augmentation de capital aux véritables rentiers. Pour en profiter, il leur faudrait vendre, c'est-à-dire cesser d'être rentiers.

Enfin, même à supposer, que ces rentiers eussent réalisé un bénéfice en vendant leurs titres, ils ne trouveraient à égale sécurité que des placements moins productifs, la hausse des fonds publics n'étant qu'une manifestation de la baisse de

vrai, est généralement supposé trop court pour rassurer les rentiers, de sorte qu'on a aussi recours à la garantie légale.

Rappelons enfin que la garantie obtenue grâce aux fonds au-dessous du pair n'est pas gratuite pour les rentiers.

(1) Voir à ce sujet la discussion de la Société d'économie politique du 5 février 1862 : compte-rendu du discours de M. Passy (*Journal des économistes* du 15 février 1862, p. 322).

l'intérêt. Ils perdraient donc en revenu ce qu'ils gagneraient en capital. D'une façon générale, l'augmentation de capital n'a donc aucune réalité pour tous ceux qui veulent vivre de leurs revenus en plaçant leur fortune en valeurs de tout repos.

« En résumé », concluait fort sagement l'auteur d'une petite brochure parue le 13 février 1862 (1), « l'avenir étant voilé pour les plus clairvoyants comme pour les aveugles, personne ne peut dire d'une manière absolue que ceux qui garderont leur 4 1/2 et qui attendront de pied ferme un remboursement impossible feront mieux que ceux qui accepteront la conversion ». Et il terminait par ces sages conseils : « En attendant, je recommande aux détenteurs du 4 1/2 qui hésitent sur la réponse qu'ils ont à faire à la proposition de conversion de se rappeler ce proverbe : *« Dans le doute abstiens-toi. »* »

« Si la conversion ne réussit que pour moitié, ceux qui n'auront pas converti auraient sagement fait de garder leur soule ; et s'il y avait un succès de trois quarts, il est infiniment probable qu'un nouveau délai serait accordé aux non convertis pour leur laisser le temps de se repentir : *« Tout vient à point à qui sait attendre. »* »

(1) Frédéric de Coninck. *Faut-il convertir son 4 1/2 % ?* Le Havre, février 1862, in-8°, 16 p.

C. Conversion avec soulte

Nous avons montré comment, malgré des circonstances défavorables, l'Etat parvenait à faire accepter par les rentiers une réduction d'intérêt ; mais ici ne doit pas se borner notre étude sur la conversion de 1862 : sans doute il était indispensable de rechercher la cause, l'origine des bénéfices de l'opération, mais il ne faut pas non plus négliger sous quelle forme ces bénéfices parvenaient au Trésor. Le remplacement du 4 1/2 par le 3 % n'aboutissait qu'à un allègement du service de la dette dû à une réduction d'intérêt de 1/4 % ; pourquoi, au lieu de laisser aux budgets à venir cette exonération périodique, le gouvernement la transformait-il en capital au moyen de la soulte ? Prenons des chiffres : la réduction de 1/4 % sur 173 millions de rentes procurait une économie annuelle de 9.600.000 francs environ ; mais le gouvernement n'en restait pas là : il faisait acheter par les rentiers convertis 9.600.000 francs de rente, ce qui lui procurait un capital de 230 millions environ. Quels avantages pouvait donc présenter ce système ?

I. Ce qui le caractérise tout d'abord, c'est la fixité des arérages de la dette : l'Etat assume invariablement les mêmes charges ; par contre les rentiers conservent leurs revenus antérieurs. Or, en 1862, si le gouvernement n'insistait guère, et pour cause, sur la non réduction du service de la dette, il

vantait, comme un des avantages les plus marquants de son projet, l'invariabilité du revenu des rentiers convertis (1).

La situation d'un grand nombre de rentiers est tout à fait digne d'intérêt : combien de petites économies patiemment et péniblement acquises sont placées en fonds d'Etat ? Sans doute, d'autres valeurs seraient plus productives, mais présenteraient-elles les mêmes avantages pour des gens peu fortunés qui doivent y trouver des ressources en cas de vieillesse ou de maladie : commodités pour toucher les coupons, facilités de réalisation, sécurité mettant à l'abri des surprises si fréquentes pour les valeurs mobilières ; ainsi, la rente est par excellence le placement de l'épargne. Cependant la conversion, mesure nécessairement générale, va lourdement frapper ces petits rentiers en diminuant leurs revenus ; cause de souffrances injustes et imméritées, elle discréditera l'épargne en même temps que la rente.

De plus, les rentes appartiennent en notable quantité à des établissements publics ; comment ceux-ci rempliront-ils le rôle parfois si utile qu'ils ont assumé, si la conversion vient réduire leurs ressources ?

Le système de 1862, qui permettait la conservation du revenu actuel, semblait écarter tous ces inconvénients. Mais

(1) « Ne serait-il pas possible, sans abandonner les intérêts et les droits de l'Etat d'assurer aux rentiers ce qui fait l'objet de leur préoccupation principale, la conservation de leur revenu actuel ». Rapport du 21 janvier 1862, par M. Fould.

ce n'était qu'une apparence ; sans doute les rentiers ne veraient pas diminuer leurs revenus, mais à la condition de payer une soulte ; pour conserver une rente de 450 francs par exemple, ils devaient verser au Trésor 540 francs. Or, comment veut-on que des rentiers qui n'avaient pas d'autres ressources se fussent procuré cet argent ? Prétendra-t-on qu'ils auraient pu l'économiser peu à peu sur leur revenu annuel ? Mais de deux choses l'une : ou le paiement de la soulte était rapide, et il exigeait de ces rentiers des sacrifices au-dessus de leurs moyens, — tel était le paiement en six termes organisé par le décret du 12 février, qui, sur un trimestre de 112 fr. 50 en retenait 90 ; — ou il était très fractionné, et les charges des intérêts intervenant, il en résultait une diminution de revenu très prolongée : ainsi une économie annuelle de 45 francs sur 450 francs de revenus — ce qui était déjà très méritoire — eût été nécessaire pendant une quinzaine d'années. Le plus simple, pour un rentier dans la gêne, était encore de sacrifier délibérément une partie du capital : ce rentier payait sa soulte en vendant une partie de ces titres ; pour obtenir les 540 francs nécessaires il lui fallait vendre environ 24 fr. 35 de rentes ; c'était une diminution du revenu correspondant au taux de $4\frac{1}{2}\%$, à une réduction d'un $\frac{1}{4}\%$ environ.

Aussi bien un tel résultat se retrouve-t-il au fond même de la conversion : même pour les rentiers en état de fournir une soulte par leurs propres moyens, les 540 francs fournis par 450 francs de rente auraient dû rapporter 25 francs ; comme

malgré ce nouvel apport la rente servie n'augmentait pas, c'était là en réalité une diminution d'intérêt d'un $1/4$ %.

Mais ce résultat n'est en lui-même aucunement condamnable : il ne faut pas oublier que ce sont les impôts qui fournissent les arrérages de la dette publique. « On cherche des infortunes, dit M. Jacques Laffitte (1), dans la classe des rentiers pour s'attendrir sur leur sort, mais si on allait chercher aussi dans le fond de nos campagnes où l'acquittement des impôts est un des plus grands soucis annuels du cultivateur, des sujets de tableaux, on en trouverait de fort touchants sans doute, et des deux côtés la pitié en souffrance fournirait les mêmes motifs d'hésiter. » Du moins, puisque cette réduction était légitime, le gouvernement aurait-il dû ne pas la dissimuler avec tant de soin ; au contraire, il semblait avoir pris à tâche de répandre l'équivoque en ne parlant que de la conservation du revenu sans insister suffisamment sur ses conditions. Peut-être aussi jugeait-il cette réduction bien rigoureuse dans l'état actuel des choses, et, comme la conversion était facultative, il se gardait d'effrayer les rentiers.

Mais, si le système de la soulte n'évite pas les souffrances entraînées par la conversion chez les rentiers peu fortunés, du moins ne peut-il être accusé de les aggraver ; mérite, tout négatif, il est vrai : ne pourrait-on aller plus loin ?

(1) Jacques Laffitte. *Réflexions sur la réduction de la rente et sur l'état du crédit*, 1824, p. 59.

L'achat, par des rentiers fortunés, de rentes nouvelles destinées à compenser les effets de la conversion, semble un moyen excellent de les pousser à plus d'économie. Mais ne risque-t-on pas plutôt de détourner ainsi des capitaux de placements autrement utiles à la prospérité nationale ?

Du côté de l'Etat aussi, la fixité des arrérages de la dette semble défendable ; dès qu'une dépense s'est fait place dans les budgets, au moment où les contribuables doivent en avoir pris leur parti, il ne semble pas habile de la réduire ; à cet égard la conversion avec soulte permettrait d'utiliser les anciennes formes du budget pour obtenir de nouvelles ressources. Sans doute à un point de vue purement politique, cet expédient est ingénieux, mais envisagé d'une façon plus haute, il est tout à fait répréhensible, car il tend à dérouter le contrôle si nécessaire exercé par la nation sur les finances publiques.

II. A côté de la fixité des arrérages de la dette, la transformation en capital d'une économie annuelle d'intérêts est une des conséquences les plus frappantes du système de la soulte. Ce procédé était destiné à « assurer au Trésor des ressources immédiates ». En effet, alors que la conversion n'aboutissait par elle-même qu'à dégrever des budgets à venir, la soulte permettait de recueillir immédiatement, en une seule fois, tout le bénéfice de la réduction d'intérêt. Ce résultat semble très appréciable : une ressource présente ne vaut-elle pas mieux que des avantages futurs ?

Une première objection se présente ici : n'était-il pas à

craindre qu'une transformation de ce genre vînt réduire les bénéfices de l'opération ? Mais, pour la conversion de 1862, une réponse est impossible sur ce point ; aucune indication ne peut permettre de supposer qu'une simple conversion au-dessous du pair et facultative aurait été plus avantageuse pour l'Etat.

Il est préférable d'envisager cette question sous un autre aspect ; quelles que soient les nécessités financières du moment, on ne saurait guère encourager le sacrifice de l'avenir au présent ; or, pour donner des ressources actuelles, la soulte absorbait les bénéfices futurs de la diminution d'intérêt. Sans doute le but soi-disant recherché en 1862, — réduction de la dette flottante, — était un but fort louable ; mais on ne voit pas pourquoi cette réduction devait être si brusque ; était-il donc impossible d'affecter les excédents désormais disponibles dans les budgets à la réduction progressive de cette dette ?

Aussi bien n'était-ce là qu'un emprunt perpétuel aboutissant en définitive à la consolidation d'une dette jusqu'alors temporaire. Une conversion en effet ne donne pas de bénéfices positifs ; la réduction de dépenses qu'elle permet n'est pas un profit à vrai dire. Si, grâce à une conversion, l'Etat peut disposer de certaines ressources, il n'en faut nullement attribuer le mérite à cette conversion elle-même, mais à la non réduction des budgets, le même fardeau continuant à peser sur les contribuables. Mais alors que dans une conversion simple l'Etat est libre de renoncer aux ressources ren-

dues disponibles par la conversion en réduisant les impôts, en cas de conversion avec soulte, au contraire, ces ressources, employées par de nouvelles rentes, sont pour toujours fixées comme dépenses dans les budgets.

Pourtant, comme il n'y a pas augmentation apparente des arrérages de la dette, et que le Trésor recueille certaines sommes, l'opération n'apparaît plus comme un emprunt, mais comme une combinaison réellement productive. C'est évidemment cette apparence qui lui était donnée en 1862 ; au moyen de la conversion, était-il dit dans le projet de loi, l'Etat « se procure immédiatement une somme importante qui peut le dispenser d'avoir recours à un emprunt pour atténuer les découverts du Trésor ». Dans la discussion de la loi, M. Baroche alla même plus loin ; il prétendit formellement que la somme recueillie par le Trésor ne le serait pas « à titre d'emprunt, car les emprunts on en paie intérêt ». Or même s'il faut se borner à cette définition assez peu exacte, la conversion de 1862 peut encore être considérée comme un emprunt : en réalité la réduction de 0 fr. 25 % obtenue sur le taux réel de la dette représentait les intérêts des 540 francs demandés à titre de soulte pour 4 fr. 50 de 4 1/2 ; c'était donc un emprunt à 4.62 % ; or si pour le 4 1/2 cet intérêt correspondait à peu près à l'état du marché, pour le 3 %, au contraire, il était peu avantageux, les rentes de cette nature ne donnant que 4.22 %. Non seulement la conversion avec soulte était un emprunt, mais un emprunt onéreux.

CONCLUSION

Comment maintenant combiner en un seul ensemble les caractères si divers que nous avons successivement examinés ? Ici apparaît en pleine lumière l'extrême complexité de la conversion de 1862. Grave défaut : non seulement il est fort délicat pour l'homme politique d'apprécier une mesure entraînant des conséquences si multiples, mais il ne faut pas oublier que tous ces difficiles problèmes étaient aussi présentés à la foule incertaine des rentiers : suivant le mot de M. Kœnigswaster, l'Etat les « tracassait » : il y amoindrissait en même temps son crédit.

Mais bien plus détestable encore apparaît cette opération, quand on rapproche ses trois caractères principaux. La soulte y tient évidemment la première place ; les caractères facultatifs et au-dessous du pair de la conversion y jouent un rôle accessoire. Pour que le système de la soulte fût productif, il fallait nécessairement obtenir une réduction d'intérêt ; le gouvernement y parvenait coûte que coûte, malgré les circonstances. Peu lui importaient les cours trop bas des rentes, qui, malgré les efforts de la spéculation, ne pouvaient dissimuler la faiblesse du crédit de l'Etat. La conversion facultative écartait tout danger de remboursement en cas d'échec.

Mais les rentiers conservaient leur liberté et pouvaient ne pas accepter les propositions du Trésor ? Par de vaines menaces et de non moins vaines promesses, le gouvernement réussissait à les entraîner.

Il pouvait alors gager un emprunt qui, loin d'apparaître comme une nouvelle dette, semblait le bénéfice d'une combinaison ingénieuse ; sans alarmer l'opinion, il faisait face aux nécessités financières les plus pressantes : telle était la cause finale de tout ce système si compliqué.

Mais cet expédient, dont les résultats immédiats furent assez appréciables, devait en réalité coûter fort cher à notre pays. Les rentiers s'aperçurent vite qu'on les avait trompés ; dans leur esprit, l'idée de conversion resta liée à celle de fraude, de manœuvres, de duperie. Le public ne « comprit plus les causes, la légitimité, le mécanisme de ces opérations si simples et si loyales ». Qui pourrait estimer les pertes que dans la suite entraîna pour l'Etat cette défiance des rentiers ? Et sans aller loin, combien fâcheux allaient être ces sentiments, précisément au moment d'émettre de nouveaux emprunts ?

D'autre part, non seulement la conversion grevait lourdement et dangereusement l'avenir par l'augmentation de capital nominal de la dette et l'abandon de réductions successives, mais en dissimulant les embarras du Trésor, son effet n'était pas heureux ; peut-être un emprunt direct, conclu alors à des conditions très dures, eût-il enfin éclairé le gouvernement sur ses errements en politique financière.

La conversion de 1862 arrivait ainsi à ce résultat en apparence paradoxal, d'être à la fois désavantageuse pour les rentiers et pour l'Etat, dont les intérêts sont pourtant opposés. « Au point de vue purement fiscal, l'opération était certainement ingénieuse, au point de vue économique et social elle fut très regrettable. » (1)

(1) Paul Leroy Beaulieu. *Traité de la science des finances*, tome II, 1906, p. 538.

ANNEXE

Conversion des obligations trentenaires

La conversion de 1862 ne visait pas seulement les rentes 4 1/2 % ancien et 4 %, mais aussi les obligations trentenaires. C'étaient des obligations 4 % remboursables à 500 francs, émises au nombre de 700.000, à des cours variant entre 440 et 447 francs peu d'années avant 1862 (1).

Leur transformation qui, dans une monographie de la conversion de 1862 devait tenir une large place, pourrait ne pas figurer dans cette étude, comme ne présentant aucunement le caractère de conversion avec soulte ; mais comme cette mesure peut contribuer à mieux faire ressortir le caractère de la conversion de 1862, quelques lignes y seront consacrées.

Le gouvernement offrait de convertir ces obligations en 20 francs de 3 % sans aucune soulte. Où donc était l'avantage de l'Etat ? Le voici, d'après le rapport de M. Gouin (2) : chaque obligation imposait au Trésor une charge annuelle de 20 fr. pour les arrérages, et de 10 fr. pour l'amortissement et la prime. En la remplaçant par 20 francs de rente 3 %, on

(1) M^{re} d'Audiffret. *Système financier de la France*, 3^e éd. 1863, tome III, p. 372.

(2) *Mon. un.* du 9 février.

obtenait une économie annuelle de 10 francs. Il y avait donc là uniquement transformation d'une dette amortissable en dette perpétuelle : la seule économie réalisée provenait de la suppression de l'amortissement : ce n'était pas une conversion.

Le gouvernement essaya de justifier cette mesure par la théorie d'unification de la dette et la fit voter à la Chambre presque par surprise (1).

La conversion fut demandée pour 604 622 obligations et entraîna l'inscription de 12 092 440 francs de rentes 3 %, représentant un capital de 277 368 142 francs (2).

(1) Voir notamment la discussion à la Chambre de l'art. 5 (*Mon. un.* du 9 février).

(2) M^{rs} d'Audiffret, *op.*, *cit.*, p. 372.

CONVERSION DE 1875

Dite de l'emprunt Morgan

Quoique ne s'étant pas appliquée à une fraction importante de notre dette, la conversion de l'emprunt Morgan n'en occupe pas moins une place marquée dans l'histoire de nos conversions avec soulte.

Les conditions très favorables dans lesquelles elle fut accomplie, le désir du gouvernement qui l'imagina de se conformer aux règles d'une sage politique financière et de ne pas compromettre le relèvement de la nation, contribuent à en faire la plus parfaite en quelque sorte des conversions avec soulte. Son étude nous permettra donc de juger, si une conversion avec soulte peut être en même temps une bonne conversion. Elle comprendra deux chapitres, l'un plus spécialement destiné à l'exposition des faits, l'autre à leur critique.

CHAPITRE PREMIER

Historique

L'emprunt dit Morgan fut émis en 1870 dans des circonstances particulièrement malheureuses : les armées allemandes poursuivaient l'invasion du territoire, Paris était complètement investi. Une délégation (1) envoyée à Tours par le gouvernement (décret du 18 septembre) devait s'efforcer d'arrêter l'invasion et de délivrer la capitale : pour cette entreprise, des ressources étaient nécessaires : le 24 octobre 1870, un emprunt de 250 millions était contracté à Londres entre MM. Laurier et de Germiny, délégués du gouvernement de la défense nationale, et MM. J.-S. Morgan et C^{ie}, banquiers américains. Cet emprunt devait être réalisé par voie de souscription publique au moyen d'obligations au porteur 6 %, d'une valeur nominale de 500, 2 500, 12 500 ou 25 000 francs, émises à 85 % et remboursables en 34 ans par voie de tirage au sort à compter du 1^{er} avril 1873. La maison Morgan s'était engagée à prendre ferme 1/4 de l'emprunt, soit 125 000 obligations, mais à 80 % seulement de leur valeur nominale, ce qui assurait une somme de 50 millions. Cet engagement eût

(1) Cette délégation était composée de MM. Crémieux, Glais Bizoin, Fourichon, Laurier.

lieu d'être exécuté, le public n'ayant souscrit que 327 477 obligations pour 163 millions de capital nominal, ce qui donna, à 85 %, environ 139 millions. La maison Morgan reprit même les 47 523 obligations qui restaient encore non souscrites à 83 %, soit pour 23 millions environ (1).

En résumé, cet emprunt procura à la délégation 208 millions, soit 83.56 % du capital nominal reconnu : l'intérêt réel en était ainsi de 7.18 %, et même, en y comprenant tous frais de change et de commission, de 8.15 % (2).

Ces taux fort élevés n'étaient pourtant pas exagérés. La France semblait ruinée par une guerre désastreuse ; de plus, les actes de la délégation pouvaient ne pas être sanctionnés par le gouvernement central investi à Paris ; ce gouvernement lui-même, arrivé au pouvoir depuis quelques semaines seulement et dans une période de crise, était loin d'avoir une solidité qui pût inspirer grande confiance.

Mais dans la suite, malgré les lourdes charges de la dé-

(1) Détail de la souscription de l'emprunt Morgan donné par le *Compte général de l'administration des finances pour l'année 1875*, p. 678.

	NOMBRE D'OBLIGATIONS	Capital nominal	Taux d'émission	Produit réel
Souscription ferme.....	125.000	62.500.000	80 %	50.000.000
— anglaise...	139.635	69.817.500	85 %	59.344.875
— française..	187.842	93.921.000	85 %	79.832.850
— ferme.....	47.523	23.761.500	83 %	19.722.045
	500.000	250.000.000 f.		208.899 770 f.

(2) Labeyrie, *op., cit.*, p. 451.

faite (1), les cours des fonds d'Etat français devaient se relever rapidement. Le premier jour où les obligations Morgan furent cotées à la Bourse de Paris, le lundi 13 novembre 1871, elles dépassèrent le cours de 516 (taux réel de 5.81 %), alors que le 5 % était à 94.60 et le 3 % à 57.10 (*J. O.* du 14 novembre 1871, page 4456). Au début de janvier 1875, elles étaient à 525 (5.71 %), alors que le 5 % était passé à 100.45 et le 3 % à 62.75 (Bourse du samedi 2 janvier 1875, *J. O.* du 3 janvier, page 33).

Or dans l'article 4 du traité du 24 octobre 1870, le gouvernement s'était expressément réservé le droit de remboursement et, dès le mois d'avril 1874, le bruit d'une conversion avait déjà couru (2) ; mais l'instabilité du régime avait d'abord préoccupé le gouvernement : le vote des lois constitutionnelles, en février 1875, écartait cet obstacle.

Bien que la situation financière de la France ne fût pas

(1) D'après M. de Bray, *Traité de la Dette publique* 1895, p. 32, la guerre de 1870 aurait coûté au Trésor 8.700 millions.

Notre dette perpétuelle se serait accrue de 385.831.911 fr. de rentes 5 % notamment de 138 millions de rente pour l'emprunt de 2 milliards ordonné par la loi du 21 juin 1871 et de 207 millions pour l'emprunt de 3 milliards résultant de la loi du 15 juillet 1872. (Voir sur ces emprunts Joubert, *La rente et l'impôt*, p. 444 et suiv.)

Et notre dette remboursable d'une annuité de 37.800.000 fr. (emprunt Morgan = 17.300.000 : emprunt à la Compagnie de l'Est (L. 27 juin 1873) = 20.500.000).

(2) *Economiste français* du 2 mai 1874. *Les conversions de dettes publiques*, par M. Paul Leroy Beaulieu. « Il y a quelques semaines le bruit courait que le ministre des finances préparait un projet de conversion de l'emprunt Morgan en rentes perpétuelles 3 %.... »

encore très brillante, une conversion s'imposait. L'opportunité d'une telle opération en effet est toute relative : le nouvel appel adressé aux rentiers aura-t-il lieu dans des conditions meilleures que celles où fut antérieurement réalisé l'emprunt à convertir ? Là-dessus, aucun doute ne pouvait subsister en 1875 : très évidemment, le taux de 6 % ne correspondait plus à l'état de notre crédit. Les cours des rentes encore au-dessous du pair, 4 1/2 et 3, indiquaient en mars 1875, un taux réel de 4.80 % (à 93.60) et 4.64 % (à 64.60). De son côté, le 5 %, quoique rapportant 1 % de moins que les obligations Morgan, avait lui-même dépassé le pair depuis le début de l'année.

Seules, les obligations Morgan, menacées d'un remboursement au pair n'avaient pu suivre ce mouvement de baisse de l'intérêt : cotées en moyenne 530 dans les premiers mois de 1875 (soit 6 points au-dessus du pair de 100), elles se capitalisaient à 5.66 %. Il y avait là une anomalie nuisible aux progrès de notre crédit. De plus, c'eût été une véritable folie qu'imposer sans raison ce surcroît de dépense aux contribuables : leurs charges étaient déjà bien assez lourdes (1).

Ce fut pourtant d'un député que vint l'initiative d'une conversion : le 11 mars 1875, M. de Soubeyran présentait un projet relatif à la conversion de l'emprunt Morgan. Il faisait remarquer en même temps l'urgence de prendre une déci-

(1) Joubert. *La rente et l'impôt*.

Revenu des impôts : en 1873	2.382 millions.
1874	2.536
1875	2.716

sion : aux termes même du contrat d'emprunt, les porteurs devaient être prévenus six mois à l'avance, et leur remboursement ne pouvait avoir lieu qu'aux époques d'échéance des intérêts, 1^{er} avril et 1^{er} octobre : il fallait donc prendre parti avant le 1^{er} avril, si l'on ne voulait retarder de six mois la conversion.

M. de Soubeyran proposait une conversion en 5 % perpétuel, opération qui, d'après lui, aurait donné annuellement plus de 5 600 000 francs d'économie. Mais ce chiffre était exagéré, car pour l'établir il évaluait à 359 795 francs les frais de commission et de perte sur le change, alors qu'en 1873 et 1874 ces frais n'avaient respectivement atteint que 185 000 et 108 000 fr. Enfin, défaut bien plus grave, le système proposé remplaçait un emprunt amortissable par une dette perpétuelle.

Mais sur une question de cette importance, le gouvernement ne pouvait s'en remettre à l'initiative privée ; le lundi 15 mars, M. Say, ministre des finances, déposait un projet « relatif à la dénonciation de l'emprunt Morgan ». Ce projet avait uniquement pour but de rendre la conversion possible à partir du 1^{er} octobre, en permettant de prévenir les porteurs avant le mois d'avril. Accompagné d'un court rapport de M. Volowski (*J. O.* du 24 mars 1875 — Annexe 2948, page 2836), il fut voté le 19 mars sans opposition ; mais, sur la demande de M. de Soubeyran, le ministre des finances promit de déposer, en même temps que le projet de budget, c'est-à-dire à la rentrée de l'Assemblée, un projet sur les moyens

de rembourser l'emprunt ainsi dénoncé. Les porteurs d'obligations furent avertis de leur remboursement par des avis insérés dans le numéro du 25 mars du *Journal Officiel* et dans les numéros du *Times* des 24, 26 et 27 mars (1).

Deux mois plus tard, à la séance même de rentrée de l'Assemblée nationale, le 11 mai 1875, le ministre des finances, fidèle à sa promesse, faisait déposer, avec le projet du budget, un projet relatif au remboursement de l'emprunt Morgan (2). Dans l'exposé des motifs, M. Say examinait les différents moyens d'obtenir les ressources nécessaires au remboursement. Le budget faisait déjà bien difficilement face à l'amortissement de la dette du Trésor envers la Banque de France et il ne pouvait être question de lui imposer cette nouvelle charge ; il fallait chercher les ressources nécessaires dans une opération de crédit. La conversion au pair, en 5 %, malgré l'économie annuelle de 10 millions qu'elle devait procurer, était écartée par M. Say : elle eût remplacé une dette amortissable en 31 ans par une dette perpétuelle, et « faisait », disait-il, « trop facilement bon marché de l'avenir ». Le ministre cherchait la « solution du problème dans une

(1) Voici le texte de la loi parue dans le J. O. du 20 mars.

Art. 1^{er}. Le ministre des finances est autorisé à prendre les mesures nécessaires pour pouvoir user de la faculté de rembourser l'emprunt de 250 millions, dit emprunt Morgan, conformément aux stipulations du traité passé entre le gouvernement de la défense nationale et MM. Morgan et C^{ie}.

Art. 2. Les voies et les moyens de l'opération seront déterminés par une loi spéciale.

(2) J. O. du 20 mai 1875. Annexe, page 3552.

opération qui maintiendrait le caractère de dette amortissable à la nouvelle dette contractée par le Trésor, évitant ainsi d'aggraver les charges de l'avenir, et qui en même temps permettrait de réaliser une ressource d'une certaine importance, faisant ainsi au présent la part à laquelle il n'avait malheureusement que trop de droits ».

Voici comment. Sur les 21 936 938 francs de rentes 3 % achetés par la Caisse des Dépôts et Consignations à titre d'emploi des fonds appartenant aux caisses d'épargne, le Trésor prélevait 14 541 780 francs de rente.

En compensation, l'Etat s'engageait à servir à la Caisse l'annuité de 17 300 000 fr. inscrite au budget pour l'emprunt Morgan (intérêts et amortissement) : cette même annuité devait assurer désormais l'intérêt à 4 %, et l'amortissement en 39 ans, de la dette des 14 541 780 fr. de rente, contractée par le Trésor.

Les rentes 3 % ainsi obtenues donnaient précisément les mêmes arrérages — 14 541 780 francs — que les obligations restantes de l'emprunt Morgan ; elles pouvaient donc remplacer ces obligations en assurant aux porteurs le même revenu ; mais comme la valeur d'une obligation 6 % rapportant 30 francs était moindre que celle d'une rente 3 % de 30 francs — l'une valant 500 francs, prix auquel le remboursement était imposé — et l'autre 640 francs d'après les cours de la Bourse, — le remplacement des obligations par le 3 % nécessitait le paiement d'une soulte par le rentier.

Ce n'était là d'ailleurs qu'une proposition faite aux por-

teurs d'obligations Morgan : ils étaient libres de ne pas l'accepter ; mais alors — et sans qu'ils puissent s'y opposer — leurs obligations leur seraient remboursées au pair de 500 francs, et la rente 3 % correspondante (30 francs) serait négociée à la Bourse ; comme elle s'y vendrait aux environs du cours de 64 francs, c'est-à-dire 640 francs, l'Etat, par cette voie, bénéficierait aussi de la soulte.

L'opération devait entraîner pour le Trésor les conséquences suivantes :

Tout d'abord, il bénéficierait, sans augmenter le service des intérêts de sa dette, de la soulte représentant la différence de valeur entre le 6 et le 3 % ; or le produit de celle-ci ne pouvait être évalué à moins de 50 millions.

De plus, il économiserait à partir de 1875 une somme annuelle de 350 000 francs, montant des frais de change, de commission et autres qu'entraînait le paiement à Londres de l'annuité de 17 300 000 francs.

Par contre, si l'Etat n'augmentait pas ses charges annuelles, il étendait un peu la durée de sa dette amortissable, qui des titulaires des obligations Morgan passait à la Caisse : l'annuité de 17 300 000 francs devrait être versée, non plus pendant 31 ans, mais pendant 39 ans.

Ce projet fut examiné par la commission du budget, dont le rapport, rédigé par M. Mathieu Bodet, fut déposé le 26 mai (1).

(1) J. O. du 13 juin 1875. Annexe 3042, page 4258.

Le fondement même de l'opération proposée consistait à attribuer à la Caisse des Dépôts et Consignations une créance remboursable en 39 ans, en remplacement des rentes 3 % qu'elle possédait. N'était-il pas à craindre que le gouvernement n'abusât de son influence sur cet établissement pour lui faire supporter les risques de l'opération, en s'en réservant les bénéfices ? Or les rentes ainsi possédées par la Caisse avaient été acquises avec des fonds provenant des caisses d'épargne ; en les utilisant dans ses combinaisons financières, l'Etat n'allait-il pas compromettre une institution justement favorisée ? Aussi M. Mathieu Bodet s'attachait-il tout particulièrement à montrer le caractère régulier et inoffensif du procédé employé. En fait, les rentes ainsi demandées à la Caisse étaient déjà la propriété du Trésor, « bien qu'elles eussent été payées avec les fonds des caisses d'épargne ». Cette acquisition avait été faite pour le compte de l'Etat : il n'y avait là qu'un mode d'emploi des sommes reçues par la Caisse, dont l'Etat était responsable envers les déposants : ceux-ci n'avaient aucun « gage spécial » sur les rentes ainsi achetées. « Le ministre des finances avait donc le droit de disposer de ces rentes et de les remplacer par d'autres valeurs ».

Cependant, une objection s'élevait ; sans doute l'Etat est toujours débiteur, mais la représentation de sa dette n'est pas sans importance pour les déposants ; aux époques de crise, quand le remboursement des sommes versées est demandé aux Caisses d'épargne, le Trésor, pour obtenir du

numéraire, doit réaliser les valeurs déposées à la Caisse des Dépôts et Consignations. A cet égard, n'y a-t-il pas un certain inconvénient à substituer à des rentes 3 % des obligations remboursables en 39 ans ? Ces dernières, en effet, qui ne sont pas cotées à la Bourse, qui n'ont pas de marché, ne sont pas aussi facilement réalisables que la rente perpétuelle 3 ou 5 %. Mais le rapporteur écartait cette objection : en fait, prétendait-il, « on ne rembourse jamais les déposants en temps de crise financière avec le produit de ventes faites à la Bourse... La Caisse des Dépôts et Consignations se procure alors les sommes nécessaires à la Banque de France sur le dépôt des obligations dont il s'agit ».

Pour conclure, M. Mathieu Bodet rattachait l'opération proposée au système d'amortissement par annuités terminables. « En adoptant le mode de remboursement que nous venons d'exposer, M. le Ministre des finances a voulu introduire dans notre législation financière un système d'amortissement de la dette publique qui n'a pas encore été pratiqué en France, mais qui est appliqué ailleurs depuis longtemps et avec avantage... C'est ce qu'on appelle en Angleterre l'amortissement par le système des annuités terminables..... Ne pourrait-on pas adopter le même système en France, et convertir également en obligations de cette nature les rentes achetées avec les fonds des caisses d'épargne et arriver ainsi à amortir une partie de notre dette publique ? »

Il semble y avoir ici une véritable confusion. L'opération de 1875 n'avait aucunement pour effet d'appliquer l'amortissement

à notre dette perpétuelle. Sans doute, la dette de l'Etat envers les caisses d'épargne n'allait plus être perpétuelle et devait disparaître en 39 ans ; mais ce résultat n'était pas dû à la conversion ; il fallait simplement l'attribuer au transport fait à ces caisses d'une dette déjà amortissable. Quant à la dette perpétuelle 3 %, elle ne disparaissait pas, mais changeait seulement de titulaires.

Le 31 mai, le projet de M. Say vint en discussion devant l'Assemblée nationale ; mais personne ne demanda la parole. On connaissait les besoins du Trésor pour reconstituer nos armements et on devinait facilement pourquoi le ministre n'y avait pas insisté : l'Allemagne voyait avec déplaisir le rapide relèvement de la France et pouvait trouver dans de tels projets des prétextes de conflit ; dans ces conditions, une discussion risquait de rester incomplète ou de devenir dangereuse ; l'Assemblée crut sage de ne pas la provoquer ; son silence est un bel exemple de patriotisme.

Une seule modification fut apportée au projet dans la discussion des articles ; l'Assemblée fit ajouter au texte de la loi, d'ailleurs conformément aux intentions du ministre, que l'indemnité versée à la Caisse des Dépôts et Consignations serait « représentée par des obligations du Trésor ».

L'ensemble de la loi fut adopté à l'unanimité moins une voix, celle de M. de Courcelle, membre de la droite.

La loi fut promulguée dans le *Journal Officiel* du 4 juin 1875 (page 3969). (1)

Un décret du 5 juin suivant (*J. O.* 6 juin 1875, page 4033), fixait la soulte à 124 francs par obligation de 500 francs ; un arrêté du ministre des finances pris le même jour (*J. O.* 6 juin, page 4034), fixait aux rentiers les journées des 12, 13 et 14 juin pour déclarer leur option en faveur de la conversion ; la soulte était payable du 1^{er} juillet au 31 août (art. 5).

Les résultats de la conversion ne furent connus qu'assez

(1) LOI AUTORISANT LE REMBOURSEMENT DE L'EMPRUNT
MORGAN.

Art. 1^{er}. Le ministre des finances est autorisé à affecter à la conversion ou au remboursement de l'emprunt de 250 millions dit emprunt Morgan, au mieux des intérêts du Trésor, une somme de rente 3 % de 14.541.780 fr. empruntée au portefeuille de la Caisse des Dépôts et Consignations (compte d'emploi des fonds des Caisses d'épargne).

Art. 2. Une annuité de 17.300.000 fr. sera inscrite au budget de 1876 et aux budgets suivants pendant une période de 39 ans pour servir l'intérêt à 4 % et l'amortissement du capital représenté par la rente de 14.541.780 fr. : cette annuité sera payée par termes semestriels et représentée par des obligations du Trésor.

Art. 3. L'intérêt à 4 % du capital représenté par la rente ci-dessus pendant les 6 derniers mois de 1875 et les frais de la conversion ou du remboursement seront imputés sur le solde disponible du crédit ouvert au budget de 1875 pour le service de l'emprunt Morgan et subsidiairement sur les bénéfices de l'opération. L'excédant de ces bénéfices sera porté à l'actif du compte de liquidation.

tard, par un rapport de M. Magnin du 1^{er} juin 1880, au Président de la République (1).

Le bénéfice net pour l'Etat atteignit 66 839 849 francs (2), chiffre absolument inespéré et dépassant toutes les prévisions. Non seulement en effet les rentes non acceptées avaient pu être négociées à des prix avantageux, mais en 1875, le change sur Londres avait été favorable à la France (3).

Malgré les sommes importantes ainsi recueillies, les progrès de notre crédit ne semblent pas avoir été entravés par cette conversion ; voici par mois les tableaux des cours moyens des rentes pendant l'année 1875 :

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
5 %	100.25	101.50	102.85	102.90	102.65	103.70
4 ½ %	91.30	93.95	93.60	92.60	93 »	93.90
3 %	62.17	64.37	64.80	63.84	64.25	64.55
	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
5 %	104.85	104.65	104.15	104.70	103.70	104.05
4 ½ %	95.25	97.55	96.10	95.20	95.35	95.80
3 %	64.75	66.44	66.16	65.57	65.84	66.14

En 1876, les cours mensuels du 5 % étaient de 104.95 en janvier, 105.60 en mai, 106 en juillet, 105.30 en octobre ;

(1) Rapport concernant le compte de liquidation et le budget des dépenses sur ressources extraordinaires. *Bulletin de statistique* 1880, tome I, pages 392 et suiv.

(2) Cette somme fut utilisée pour la reconstitution de notre matériel militaire. Les crédits ouverts du 6 septembre 1871 au 1^{er} décembre 1875 s'élevaient pour le ministère de la guerre seulement à 625.100.000 fr. (dont 515.850.000 aux dépenses de reconstitution du matériel militaire). Ces crédits avaient été ramenés au chiffre net de 559.078.889 fr. sur lesquels, au 1^{er} décembre 1879, 552 millions avaient été employés. Rapport précité.

(3) Doucet. *Les conversions au XIX^e siècle*. Thèse, Paris 1903, page 135.

ceux du 4 1/2, aux mêmes périodes : 96.40, 95.80, 99.05, 100.05, et ceux du 3 % : 66.15, 66.75, 68.62, 70.25 (1).

Aussi la conversion de 1875 ne devint-elle pas impopulaire comme celle de 1862 : tout en procurant des ressources au Trésor, elle avait ménagé le crédit de l'Etat. Ne peut-elle être comptée dès lors à l'actif des conversions avec soulte ? Seule, une étude de ses principaux effets peut conduire à une conclusion sur ce point.

(1) Tous ces renseignements ont été pris dans le *Bulletin de Statistique* de l'année 1877, tome I, pages 326 et suiv. pour le 5 % et le 4 1/2 %, et page 555 pour le 3 %.

CHAPITRE II

Étude critique

La conversion de 1875 présente une curieuse particularité ; elle ne met pas seulement en présence l'Etat et ses créanciers, comme une conversion ordinaire ; elle fait intervenir une troisième partie, la Caisse des Dépôts et Consignations : il en résulte qu'elle ne présentait pas le même aspect pour les rentiers, la Caisse et l'Etat.

Pour les rentiers, c'était une conversion avec soulte au-dessous du pair ; la conservation de leur revenu antérieur en une rente au-dessous du pair ne leur était assurée que moyennant le versement d'une certaine somme d'argent.

Quant à la Caisse, l'opération lui remplaçait 14 541 780 fr. de rentes 3 % perpétuelles par une créance de 341 198 631 fr. amortissable en 39 ans ; pour elle, il y avait transformation d'une créance perpétuelle en une créance amortissable.

En ce qui concerne l'Etat, il n'y avait qu'un chassé croisé entre sa dette perpétuelle et sa dette amortissable. De ces translations, toutefois la dette amortissable sortait quelque peu modifiée ; au lieu d'exiger pour son extinction une annuité de 17 300 000 francs pendant 31 ans, elle rendait néces-

saire pendant 39 ans cette même annuité. L'opération aboutissait donc, pour l'Etat, à une aggravation de la dette amortissable.

Les principaux effets de la conversion de 1875 ainsi dégagés, il reste à examiner leurs avantages et leurs inconvénients pour chacune des parties intéressées.

Pour les rentiers, l'acceptation du 3 % entraînait une réduction d'intérêt : c'est là un effet commun à toutes les conversions avec soulte. Afin de conserver leur revenu de 30 francs, ils devaient verser 124 francs : ces 30 francs n'étaient donc plus le revenu d'un capital de 500 francs (1), mais de 624 francs ; c'était, au lieu de 6 %, un intérêt réel de 4.80 %, soit une réduction de 1.20 %.

Cette réduction n'était aucunement exagérée : le cours du 3 % atteignait 64.60, ce qui représentait un intérêt réel de 4.64 %. Sans doute ce cours était encore récent, mais il était amené par une progression régulière qui semblait devoir se

(1) Ce n'est ici qu'une hypothèse ; nous supposons que les rentiers avaient acheté leurs obligations au pair : or le cas est assez rare ; ils avaient dû le plus souvent les acheter soit au-dessous du pair (l'émission avait été faite à 85 %), soit au-dessus du pair (cours de la Bourse depuis novembre 1871). Mais quelle que soit sa rareté, cette hypothèse a du moins l'avantage, tout en en présentant les caractères généraux de tous les cas imaginables, d'être la plus simple, en faisant correspondre le taux réel et le taux nominal. En prenant d'autres cours (modification du revenu réel), on trouverait que la réduction reste la même ; aussi la somme à verser à titre de soulte est-elle égale pour tous les rentiers. Seule varie l'importance de cette réduction par rapport au revenu réel : alors qu' 1.20 est le 1/5 de 6 % il est le 1/4 de 4.80 % et le 1/6 de 6.60 %.

poursuivre ; de plus, il s'agissait d'un fonds encore fort éloigné du pair.

Au premier abord, même, la fixation de la soulte à 124 fr. pour un écart de 140 francs, soit une prime de 3.20 %, eût pu sembler trop favorable aux rentiers ; les faits semblent même confirmer cette opinion, puisque le gouvernement put négocier à des conditions sensiblement plus avantageuses les rentes 3 % non acceptées. Cependant il eût été téméraire de vouloir pousser plus loin la réduction ; le 4 1/2 %, encore assez éloigné du pair (93.60) et par là suffisamment garanti contre une conversion, donnait le même revenu de 4.80 %. D'ailleurs, il fallait tenir compte des primes indispensables au succès de toute conversion.

En résumé, sans sortir des limites de la prudence, le gouvernement tirait de la situation tout le parti possible.

Toutefois le paiement de la soulte n'allait-il pas être un obstacle à l'acceptation des rentiers ? Les 124 francs réclamés par le Trésor représentaient plus de quatre fois le revenu annuel des titres ; de plus, ils devaient être versés dans le délai relativement court de deux mois (1^{er} juillet — 31 août). Quant à obtenir l'argent nécessaire par la vente d'une partie de la rente à convertir, ce n'était guère pratique, les obligations Morgan, étant au minimum de 500 francs : il fallait donc presque nécessairement avoir certaines disponibilités pour fournir la soulte. Mais, dans la conversion de 1875 ce fait n'avait pas grande importance.

Tout d'abord, une grande partie des porteurs d'obligations Morgan n'étaient pas Français ; ces titres constituaient pour eux des valeurs étrangères, généralement peu recherchées de la petite épargne. Ajoutons qu'au moment de leur émission, les obligations Morgan constituaient des valeurs de qualité douteuse : pays engagé dans une guerre aux suites inquiétantes, engagement de quelques membres isolés d'un gouvernement peu solide ; cette insécurité était bien faite pour écarter des rentiers peu fortunés. Sans doute quelques négociations auraient pu être faites depuis 1870 ; mais les titres de l'emprunt Morgan, d'une valeur de 500 francs au moins, étaient presque inaccessibles à la petite épargne, qui ne progresse pas dans de telles proportions. Enfin les 15 millions de rente de nature toute spéciale, de l'emprunt Morgan, avaient un caractère trop exceptionnel, un marché trop restreint, pour avoir beaucoup de clientèle en dehors des capitalistes.

La conversion de 1875 s'adressait donc à des gens le plus souvent aisés, que la soulte ne gênait guère ; ajoutons que la plupart de ceux-ci devaient être assez versés dans les combinaisons financières. Telles sont probablement les véritables causes de la facilité avec laquelle fut comprise et acceptée cette opération. On a attribué parfois son succès à sa simplicité (1) : une conversion avec soulte est toujours

(1) Telle semble être l'opinion de M. Labeyrie, *op., cit.*, p. 456 : Cette conversion de l'emprunt Morgan fut *simplement* et loyalement conduite. Avantageuse pour l'Etat et pour les rentiers, elle fut généralement comprise et acceptée ».

une opération compliquée ; celle de 1875 ne vaut pas mieux sous ce rapport que celle de 1862 si mal comprise par les rentiers ; mais on se trouvait dans un cas très exceptionnel, où le système de la soulte ne rencontrait pas d'obstacles.

Cette particularité, d'ailleurs très importante, mise à l'écart, la conversion de 1875 présentait pour les rentiers toutes les conséquences déjà signalées de la conversion avec soulte au-dessous du pair : moyennant une somme d'argent versée immédiatement, ils se rachetaient de conversions futures et voyaient augmenter, avec la valeur nominale de leurs titres, leurs chances de gain pour l'avenir ; ils sacrifiaient en somme le présent pour des avantages à venir, sans doute plus probables qu'en 1862, mais incertains malgré tout ; au fond, l'opération demeurait aventureuse. Mais alors qu'en 1862 le gouvernement tirait argument de toutes les conséquences de la conversion qui pouvaient sembler avantageuses aux rentiers, en 1875 aucune réclame de ce genre n'était faite : à cette différence on peut trouver deux causes : l'étude des effets de l'opération pour les rentiers eût nécessairement conduit à exposer aussi ses conséquences pour l'Etat. — ce qu'on voulait éviter pour des raisons de politique extérieure ; et surtout, la conversion de 1875 découlait des circonstances, alors que celle de 1862 était tout artificielle, celle-là étant obligatoire, celle-ci facultative.

Quant aux effets de la conversion pour la Caisse des Dépôts et Consignations, ils ne paraissent pas présenter matière à critique. Que l'Etat soit engagé en vertu de rentes

ou d'obligations amortissables, le débiteur était le même ; sur le dépôt des uns ou des autres de ces titres, le gouvernement pouvait obtenir avec la même facilité des grands établissements financiers les sommes nécessaires aux remboursements ; en cas de crise intense évidemment, ces avances auraient pu n'être plus consenties ; mais quelles ressources eût alors procuré la réalisation de ces titres sur le marché quelle que fût leur nature ? La garantie des déposants reposait uniquement sur le crédit de l'Etat.

L'opération de 1875 allait d'ailleurs rendre à la Caisse des Dépôts et Consignations la libre disposition, au bout de 39 ans, d'un capital de 341 198 631 francs. Cette conséquence peut être jugée heureuse : l'amortissement, au lieu d'être appliqué à une dette en circulation dans le public, allait agir sur une partie de la dette placée dans un établissement ayant à certain degré un caractère administratif. On s'explique facilement la tendance des Etats à développer les achats de rentes par les grands établissements publics ; non seulement ils y trouvent des clients sérieux disposant de capitaux immenses et peu portés à troubler le marché des rentes par de fréquents mouvements de capitaux, mais encore ils ont beaucoup moins à redouter en cas de difficultés financières l'abandon de tels créanciers, ceux-ci étant toujours en fait plus ou moins soumis au pouvoir. Cependant, si avantageux que paraisse le procédé, il n'en faut pas pousser trop loin l'application : peut-être une partie des capitaux ainsi absorbés par les rentes pourraient-ils avoir

un autre emploi plus utile. A côté de cette objection très générale, il en existe une autre plus particulière : en cas de crise financière, l'Etat n'aurait aucun recours à attendre d'établissements dont presque toute la richesse consisterait en rentes ; si au contraire ces établissements possédaient une fortune moins soumise aux variations du crédit de l'Etat, peut-être pourraient-ils venir plus efficacement en aide aux besoins du Trésor (1).

Mais si la réduction de la dette de l'Etat envers la caisse fut une des conséquences heureuses de la combinaison adoptée en 1875, elle n'en fut certainement pas une des causes déterminantes : le gouvernement avait d'autres raisons de s'adresser à cet établissement ; il prétendait éviter ainsi les deux effets désavantageux de la conversion au-dessous du pair à laquelle il avait recours : l'abandon de réductions successives, — l'augmentation de capital nominal de la dette.

En effet, transformer le 6 en 3 %, c'était abandonner trois réductions de 1 %, dont la première immédiatement réalisable eût procuré au début une économie de 2 millions 1/4. La dette, il est vrai, devait être amortie en 34 ans ; une réduction d'intérêt de 3 % pouvait n'être pas réalisable dans ce

(1) M. Mathieu Bodet, dans son rapport du 26 mai (J. O. du 13 juin 1875. Annexe 3042, p. 4258) indique comme actif des Caisses d'épargne au 24 mai 1875 :

En compte courant au Trésor.....	63.241.157 fr.
En rente 3 % (capital).....	471.644.167 fr.
En obligations de chemins de fer.....	9.092.072 fr.

543.977.396 fr.

délai relativement court, et en tous cas, l'effet des conversions successives devait être d'autant moins sensible qu'elles portaient sur une dette décroissante ; mais pour être indéterminé, le sacrifice pouvait être encore assez lourd.

D'un autre côté, 30 francs de rente 6 % représentaient un capital nominal de 500 francs, alors que 30 francs de 3 % correspondaient à 1000 francs, soit une augmentation de 100 % : la conversion de 1875 faisait passer la dette reconnue par l'Etat de 250 à 500 millions. L'amortissement de ce nouveau capital resterait-il toujours une surcharge fictive ?

Or, en ne créant pas de nouvelles rentes 3 %, et en utilisant celles déjà existantes, le gouvernement, tout en profitant des réductions dues à la conversion au-dessous du pair, semblait éviter les inconvénients de cette sorte de conversion.

L'abandon de réductions successives et l'augmentation de capital nominal avaient été déjà consentis lors de l'émission de ce 3 %, antérieure à la conversion : le gouvernement aurait utilisé une situation préexistante et n'aurait pas assumé les nouvelles charges dues à la création d'un fonds au-dessous du pair. Malheureusement, ce n'était là qu'une apparence.

Considérons d'abord la question des réductions successives. Sans doute la combinaison de 1875 n'aboutissait pas à l'émission de 3 % ; mais la dette amortissable 6 % — expressément réductible — était remplacée par une autre dette amortissable profitant à la Caisse, non seulement d'un taux nominal moindre (4 %), mais encore irréductible aux termes mêmes de la loi.

L'opération n'était pas plus heureuse en ce qui concerne l'augmentation de capital nominal. Du fait même que le 3 % changeait de titulaires résultait cette augmentation. Le 3 % possédé par la Caisse avait été acquis en moyenne 70.39, et quelle que dût être sa valeur dans la suite, il représentait toujours pour elle le capital ainsi absorbé. S'il y avait baisse, si par exemple le 3 % se vendait 65 francs, la Caisse, en cas de remboursement aux caisses d'épargne, devait compléter l'insuffisance de valeur advenue, soit 5 francs ; s'il y avait hausse au contraire, elle profitait de la plus-value, sa dette restant fixe à 70 fr. 39. Or, comme on le fit remarquer en 1875, la Caisse fonctionnait au compte de l'Etat ; ses pertes comme ses bénéfices intéressaient le Trésor public. Dès lors, peu importait pour l'Etat le capital nominal des rentes ainsi placées : elles représentaient en fait une dette fixe de 70 fr. 39. Au-dessus de ce cours, l'Etat devenait créancier de ce dont il était débiteur et de la sorte, la hausse ne rendait pas sa dette plus lourde ; par contre, la baisse de la rente au-dessous de ce prix — qui en d'autres cas lui eût permis un amortissement très avantageux, ne pouvait lui être profitable, puisqu'il devait perdre comme gérant de la Caisse tous les profits réalisables par le rachat de cette dette.

Mais cette situation cessant, la rente n'étant plus possédée par un établissement géré par l'Etat et passant aux mains de rentiers indépendants reprenait alors son caractère normal ; son capital nominal n'était plus une pure fiction ; si l'Etat pouvait bénéficier d'un amortissement à moins de 70.39,

il devait aussi subir la hausse, tant qu'il ne pouvait invoquer son droit de remboursement, c'est-à-dire tant que cette hausse avait lieu dans les limites du capital nominal. Il serait donc difficile de soutenir qu'en fait, la combinaison n'entraînait pas une modification de la dette, analogue à l'augmentation du capital nominal.

Des chiffres rendront ces remarques plus frappantes.

Les 14 541 780 francs de rente 3 % empruntés à la Caisse représentaient au cours moyen de 70.39 un capital de 341 598 631 fr. (1) : la dette de l'Etat était ainsi fixée invariablement à ce chiffre. En remettant ces rentes à des particuliers, au contraire, l'Etat se reconnaissait débiteur de leur capital nominal, c'est-à-dire de 484 726 000 francs ; c'était donc une augmentation de dette atteignant 143 527 369 francs.

La réalisation même de la conversion fait ressortir d'ailleurs avec évidence la fixité de la dette de l'Etat représentée par ces rentes, tant qu'elles appartenrent à la Caisse ; au cours de 64.60, auquel le 3 % était laissé aux rentiers les 14 541 780 francs de rentes empruntés à la Caisse ne valaient en réalité que 313 132 996 fr. ; pourquoi donc l'Etat se reconnaissait-il débiteur de 341 198 631 fr., — soit 28 065 635 fr. en plus ? C'est que ces rentes ayant été achetées 70 fr. 39 représentaient un capital de 341 198 631 fr. : si l'Etat avait profité de la dépression des cours pour rembourser les rentes de la Caisse, il eût été obligé, comme garant de celle-ci, de lui reverser

(1) Chiffres du rapport précité du 26 mai.

toutes les économies réalisées à son détriment : n'était-il pas plus simple de rembourser immédiatement tout le capital ainsi représenté ?

Remarquons du reste, qu'au dessous du pair, la cession de ces rentes à l'Etat ne pouvait être que volontaire : or la Caisse n'aurait pu accepter une combinaison lui faisant supporter sans motif tous les inconvénients du présent ; le moment apparaissait comme prochain où le 3 % serait remonté à 70.39 et où par conséquent tout le capital absorbé par l'achat de ces titres serait reconstitué ; la compensation fournie par l'Etat était donc plutôt une nécessité qu'une faveur (1) ; une autre manière de procéder n'eût été qu'un abus d'autorité.

Mais si équitable que fût cette mesure, elle n'en entraînait pas moins une dépense de 28.065.635 francs pour l'Etat, de sorte que les charges entraînées par la conversion de 1875 ne correspondaient pas seulement à un taux de 70.36 % (prix moyen des rentes faites à la Caisse) mais au cours de 64.60, auquel les rentes étaient attribuées aux porteurs d'obligations Morgan.

En somme, nous pouvons conclure que la conversion de 1875 n'évitait pas les inconvénients des conversions au-dessous du pair. Du moins en présentait-elle les avantages ; alors qu'une conversion au pair n'eût guère été possible

(1) C'est pourtant sous cet aspect que semble la présenter M. Mathieu Bodet dans son rapport du 26 mai. Il est vrai qu'une compensation assurée par des engagements formels était préférable à une compensation seulement probable.

qu'au taux réel de 5 %, le système employé permettait de descendre au taux réel de 4.80 % (1) et réalisait ainsi une économie supplémentaire de 0.20 %. Mais ce bénéfice n'apparaît-il pas comme bien minime, si l'on considère qu'il n'est que le sixième de la réduction totale de 1.20 % obtenue en 1875, les 5/6 de surplus ayant pu aussi bien être obtenus au moyen d'une simple conversion au pair ? Nous avons ici un exemple frappant de la très faible productivité des conversions au-dessous du pair.

Sur ce point, toutefois, il serait inexact de considérer comme absolue la proportion donnée ci-dessus ; les économies réalisables grâce aux progrès du crédit public sont très variables ; au contraire celles résultant de différences de capitalisation entre deux fonds de taux nominal différent ne sauraient présenter de bien grandes variations ; une comparaison, une proportion entre ces deux économies ne saurait donc être établie une fois pour toutes. Mais il faut rappeler que l'élasticité des unes est en rapport avec l'élévation des cours, alors que la quasi invariabilité des autres y est presque entièrement étrangère.

La combinaison de 1875 permettait aussi de réaliser une autre économie : la rente 3 % possédée par la Caisse lui donnait au prix moyen de 70.39 un revenu réel de 4.26 % ; désormais ce revenu allait être réduit à 4 % (art. 2).

(1) Prime comprise ; le cours de 64.60 auquel le gouvernement estimait le 3 % fait ressortir un taux réel de $4.64 = 0.16$ %.

Mais cette économie était plus apparente que réelle ; sans doute la Caisse, tenue de servir aux Caisses d'Epargne un intérêt de 4 %, n'allait plus bénéficier d'une différence de 0.26 % : du moins ces bénéfices venaient-ils réduire d'autant le coût de cette institution pour le budget ; leur suppression, si elle allégeait le service de la dette publique, devait donc entraîner une augmentation de dépenses correspondant dans un autre chapitre du budget ; la mesure n'entraînait qu'un simple déplacement de chargés. Pourtant, même avec cette portée réduite, l'innovation peut être considérée comme heureuse ; la sincérité budgétaire y gagnait, car une dépense qui en réalité profitait à la Caisse ne devait pas figurer dans un autre chapitre de la dette.

Il faut bien noter d'ailleurs que cette réduction n'allait avoir aucune influence sur les économies d'intérêt obtenues des rentiers ; elle atteignait uniquement la Caisse (1), dont les revenus allaient être amoindris. Les dépenses publiques con-

(1) On peut également se demander si pour la Caisse ce sacrifice était bien réel : le emploi, alors très avantageux, du capital qui lui serait remboursé ne compenserait-il pas cette réduction d'intérêt ? Mais il faut considérer que sa créance n'était pas remboursée, mais amortie ; le capital remboursé était relativement peu important au début, le service des intérêts absorbant alors la plus grande partie de l'annuité (13.647.945 fr. la 1^{re} année sur 17.303.855 fr.) ; au contraire, le remboursement des dernières annuités (composées surtout de capital) dans une trentaine d'années pouvait avoir lieu dans des conditions défavorables, c'est-à-dire dans une période où le prix de l'argent était très bas. Il n'était donc aucunement certain que les divers emplois effectués par la Caisse donneraient en moyenne un taux réel de 4.26 %. En résumé, les effets de la mesure restaient douteux pour la Caisse.

cernant l'ensemble de la dette nationale seraient allégées ; mais le taux des rentes en circulation dans le public n'était de cette façon aucunement modifié. Cette économie doit donc être écartée, quand on étudie les effets de la conversion de 1875 sur le taux de l'intérêt.

Si nous revenons maintenant au bénéfice de la conversion proprement dite, nous constatons qu'il était employé à assurer le service d'un nouvel emprunt ; il correspondait aux intérêts de la soulte de 50 millions recueillie par l'Etat. Mais comme cette nouvelle charge était supportée sans accroissement des dépenses relatives au service de la dette publique, les ressources procurées par la soulte apparaissaient comme des bénéfices : apparence trompeuse commune à toutes les conversions avec soulte qui ne sont pourtant au fond que des modes d'emprunt indirect. Mais si peu recommandable que soit ce procédé de dissimulation, il aurait été, en 1875, commandé par les circonstances. Le gouvernement n'avait pas l'intention d'égarer l'opinion publique, de hautes raisons de politique extérieure motivaient sa conduite : l'Allemagne, jalouse du relèvement de la France, eût fait un *casus belli* d'un emprunt destiné à nos armements.

Il est presque impossible, même encore aujourd'hui, d'établir avec certitude si, réellement, un emprunt de ce genre eût entraîné, directement ou indirectement, un conflit avec l'Allemagne : une chose du moins paraît certaine, la bonne foi du gouvernement en invoquant cette raison.

Mais on peut se demander si le but ainsi recherché était

bien atteint par une conversion avec soulte : comment le gouvernement pouvait-il espérer dérouter les hommes d'Etat étrangers par cette opération dont la portée est, somme toute, assez facile à saisir par toute personne initiée aux questions financières ; au contraire, cette conversion, avec sa publicité nécessaire, devait leur fournir sur l'emprunt des indications assez précises. Il y aurait également lieu de rechercher si d'autres procédés de Trésorerie, aussi discrets, n'eussent pas permis de se procurer à des conditions plus avantageuses une somme relativement faible de 50 millions.

Du moins pouvons-nous conclure sur la valeur de cette opération à un point de vue purement financier.

Des circonstances exceptionnelles rendaient moins dangereuse la complication que présentait une telle combinaison ; mais elle avait le grave inconvénient d'être une conversion au-dessous du pair, et malgré les apparences, elle n'évitait ni n'atténuait aucune des fâcheuses conséquences de ce procédé. Par contre, on ne saurait trop louer les auteurs de la conversion de 1875 d'avoir conservé l'amortissement pour une fraction de notre dette publique.

CONVERSION DE 1887

Bien qu'étant la troisième en date des conversions avec soulte opérées en France, la conversion de 1887 n'en est pas moins très originale et intéressante à étudier.

Elle est surtout caractérisée par ce fait, que la conversion simple au-dessous du pair subsiste à côté de la conversion avec soulte ; ainsi est rendue possible une comparaison entre les deux systèmes particulièrement intéressante dans notre étude.

Mais il importe tout d'abord de bien fixer les dispositions principales de cette mesure et de les apprécier en tenant compte des circonstances.

L'histoire de cette conversion devra donc précéder l'examen de son mécanisme.

Historique

La conversion de 1862, étant facultative, avait laisser subsister un reliquat qui, au 1^{er} juillet 1887, s'élevait à 37 212 534 fr. de 4 1/2 % et 446 096 fr. de 4 % (1). Pendant la crise due à la guerre franco-allemande ces rentes avaient subi l'effet de la dépression générale du marché : le 4 1/2 descendait à 74.50 en juin 1871 ; en février de la même année le 4 était tombé à 64.50. Mais dans la suite, ces fonds s'étaient relevés ; dès le mois d'octobre 1876, le 4 1/2 atteignait le pair, et en 1880, il dépassait même le cours de 118 ; le 4 % touchait à son tour le pair en 1879 et arrivait jusqu'à 107 dans le courant de 1882. Mais tant que le 5 % existait, il eût été peu logique et même dangereux de vouloir convertir le 4 1/2 : après la conversion de 1883 faisant disparaître le 5 %, les progrès de notre crédit se poursuivant, rien ne s'opposait plus à cette opération : les rentiers s'en rendirent

(1) Chiffres indiqués dans le rapport de M. Ribot (Chambre *in-extenso* 1887. Séance du 29 octobre 1887, p. 1895). Le chiffre donné par M. Peytral dans son rapport du 13 novembre 1888 (Compte général de l'administration des finances 1888, p. 711), est légèrement différent pour le 4 1/2 % soit 37.186.901 francs.

En 1862, ces reliquats étaient de 39.690.850 fr. pour le 4 1/2 % et de 476.192 fr. pour le 4 %.

si bien compte, qu'une différence sensible s'établit aussitôt entre ce 4 1/2 1825, dit ancien, et le 4 1/2 nouveau 1883, garanti pendant 10 ans ; ainsi pour les années 1884, 1885 et 1886 leurs cours moyens furent de 106.28 contre 107.69 — 105.49 contre 109.22 — 106.08 contre 109.80. Ajoutons que certaines raisons de sentiment ayant pu avoir quelque force contre la réduction du 5 % : — la reconnaissance envers des rentiers qui dans des circonstances désespérées étaient venu en aide aux finances nationales, — avaient perdu presque toute valeur depuis la réalisation de cette dernière conversion, et du reste, ne pouvaient guère s'appliquer à un fonds émis en 1825, c'est-à-dire bien antérieurement à nos défaites. Néanmoins, ce ne fut pas comme mesure normale de bonne administration que fut entreprise cette conversion, mais pour venir en aide à des budgets déficitaires.

L'année 1887 fut une « année d'agitations, de surmenage » (1). Au début de l'année, les articles menaçants du journal allemand *la Post* et les paroles brutales du prince de Bismark, quelques mois après, l'affaire Schnœbelé, puis celle de Raon-l'Étape avaient fait apparaître la situation internationale bien instable et pleine de menaces. A l'intérieur, de stériles intrigues politiques avaient presque paralysé la marche des affaires publiques. Le budget de 1887, déposé

(1) Neymarck Alfred. *Finances contemporaines. Trente années financières : 1872-1901*, Paris, Guillaumin 1902, p. 241. Les renseignements qui suivent sont aussi empruntés au même ouvrage, p. 242 et 243.

par M. Dauphin, en mars, c'est-à-dire avec plus de deux mois de retard, avait été repoussé en mai par la chambre. Le nouveau ministre des finances, M. Rouvier, l'avait remanié de fond en comble ; mais ses plus ingénieuses prévisions de recettes et dépenses ne parvenaient cependant pas à combler un déficit de 200 millions. Ce déficit, en effet, avait des causes profondes : une crise économique intense avait, depuis quelques années, amené une diminution sensible des recettes budgétaires et les dépenses publiques n'avaient pas été réduites suffisamment : de la sorte, les budgets de 1883, 1884, 1885 et 1886 s'étaient déjà soldés par des déficits de 62, 89, 146 et 124 millions.

(1) *Compte général de l'administration des finances pour l'année 1888*, pages 514 et 515. Les unités des tableaux ci-dessous représentent des millions.

Années	RECETTES			DÉPENSES			Différences
	Ordinaires	Extraord.	Totales	Ordinaires	Extraord.	Totales	
1883	3.513	614	4.128	3.575	614	4.190	— 62
1884	3.518	416	3.934	3.608	416	4.024	— 89
1885	3.532	263	3.795	3.678	263	3.942	— 146
1886	3.424	229	3.653	3.548	229	3.778	— 124

M. Neymarck, dans son livre *Les impôts et la richesse publique de 1869 à 1897*, Paris 1898, donne la répartition suivante pour les dépenses, p. 20.

Années	Dettes Publiques et Dotations	Guerre	Marine	Colonies	Travaux publics	Instruction
1885	1.320	600	309	»	154	167
1886	1.345	581	272	»	115	134
1887	1.287	555	243	»	119	133
1888	1.287	547	255	»	231	133
1889	1.283	565	200	59	213	135
1890	1.284	580	201	57	216	182

les chiffres des dépenses annuelles budgétaires donnés par lui (page 19) étant pour 1885 de 3.466 millions, pour 1886 3.293, pour 1887 3.260, pour 1888 3.220, pour 1889 3.247, pour 1890 3.287.

M. Alfred Joubert, dans *La rente et l'impôt 1893*, donne comme

Or la dette flottante (1) qui dépassait déjà un milliard ne pouvait offrir aucune ressource, même temporaire, et la chambre, avec une sagesse bien tardive, ne voulait ni impôts, ni emprunts nouveaux. « Nous avons, dit **M. Rouvier**, à pourvoir aux dépenses nécessitées par le soin de notre défense nationale, sans modifier en rien l'économie du budget ordinaire, c'est-à-dire sans recourir, soit à une augmentation d'impôts, soit à une émission de rentes ou d'obligations du Trésor venant aggraver les charges du budget. » (Exposé des motifs).

Le projet de loi présenté à la chambre le 25 octobre 1887 était, d'après l'exposé des motifs (2), une solution avantageuse de ce difficile problème. Le 4 1/2 % ancien et le 4 % allaient être convertis en 3 % ; les rentiers auraient le choix entre trois solutions :

Demander leur remboursement au pair ;

Recevoir ce remboursement en rentes nouvelles 3 % à un cours qui serait ultérieurement fixé par décret ;

S'assurer le maintien de leurs arrérages actuels moyennant

produit des impôts, p. 487 : en 1885 2.979 millions, 1886 2.941, 1887 2.977, 1888 3.114, 1889 3.139, 1890 3.241.

(1) Joubert, *op.*, *cit.*, p. 485.

1880	958.412.000 frs	1884	1.095.037.000 frs	1888	936.618.000 frs
1881	1.023.570.000 frs	1885	1.171.457.000 frs	1889	906.138.000 frs
1882	1.187.019.000 frs	1886	1.293.477.000 frs	1890	980.200.000 frs
1883	1.676.037.000 frs	1887	986.715.000 frs		

(2) *Journal officiel*. Documents parlementaires. Chambre. Annexes. Session extraordinaire de 1887, page 1.

paiement du supplément de rentes 3 % destiné à parfaire leur ancien revenu.

Le ministre des finances s'étendait d'abord avec complaisance sur l'opportunité de la conversion : il savait ce terrain solide. Une conversion était, dans les circonstances présentes, un impérieux devoir pour l'Etat. L'écart de capitalisation entre le 4 1/2 % (4.36 %) et le 3 % perpétuel (3.65 à 3.70 %) montrait combien cette mesure légitime entraînait dans les prévisions des rentiers. Quand la crise de la propriété foncière commandait de « réagir contre toutes les causes qui pouvaient contribuer à renchérir le loyer de l'argent », le gouvernement ne pouvait « laisser circuler sur le marché..... des rentes que leur type condamnait à des cours avilis ».

M. Rouvier était beaucoup plus bref sur la véritable cause de l'opération, mais il ne pouvait pourtant, sans imprudence, la négliger entièrement. « Le produit de l'opération serait supérieur au montant des crédits à ouvrir au budget extraordinaire de 1888. Le surplus resterait disponible ».

Quant au choix du 3 % — ou autrement de cette conversion au-dessous du pair — le ministre déclarait n'avoir pas hésité. « La création d'un fond nouveau, disait-il, nous a paru devoir être écartée, le nombre et la variété des engagements du Trésor ayant été fréquemment l'objet de justes critiques. » La combinaison proposée, en faisant disparaître deux types de nos fonds d'Etat, réaliserait un progrès marqué dans le sens de l'unification de notre dette publique, favorable aussi

bien à la simplification administrative qu'au développement de notre crédit.

En résumé, cet exposé des motifs était fort habile : la solution proposée par le gouvernement y était présentée comme la conséquence toute naturelle de la situation présente.

Le rapport de la commission de la Chambre (1), présenté par **M. Ribot** le 29 octobre 1887, ne gardait plus la même sérénité. Après l'exposé de quelques idées générales sur la nécessité de la conversion, M. Ribot, avec une clarté parfaite, mettait en parallèle la conversion simple en 4 % et la conversion avec soulte projetée, c'est-à-dire « l'emprunt au moyen de la création de rentes 3 % jusqu'à concurrence de l'annuité restée libre au budget ». La première eût procuré au Trésor une économie annuelle d'environ 4 135 000 francs, tout en ménageant le moyen de faire à l'heure favorable deux nouvelles conversions en 3 1/2 % puis en 3 %. L'opération proposée, elle, ne faisait bénéficier le budget d'aucune économie, mais avec une même annuité, elle procurait au Trésor un capital disponible « résultant de la différence de capitalisation du 3 % nouveau et des fonds supprimés du 4 1/2 et du 4 % ». M. Ribot ne contestait pas que cette ressource ne fût fort désirable pour le budget, mais il ne pouvait manquer de signaler l'inconvénient du type proposé de conversion au-dessous du pair ; ce système sacrifiait des conversions fu-

(1) *Journal officiel*. Chambre *in extenso* 1887. Séance du 29 octobre, page 1895.

tures et les 165 millions de bénéfices présumés allaient être achetés par une augmentation de capital de 416 millions environ.

Au point de vue financier, le projet était donc mauvais et par là, semble-t-il, devait être définitivement condamné ; mais ce n'était pas de ces considérations que M. Ribot tirait sa conclusion. Oubliant désormais son rôle de critique, il s'en remettait simplement à cette déclaration du ministre des finances : « qu'à son avis et d'après l'opinion des personnes les plus compétentes, la conversion du 4 1/2 (ancien fonds) en 4 % se présentait dans de très mauvaises conditions, à cause du peu d'étendue qu'aurait le marché des nouveaux titres et de la tentation trop forte qu'éprouveraient la plupart des porteurs d'exiger purement et simplement leur remboursement ». On pouvait trouver que précisément le devoir de la commission était de contrôler par elle-même l'avis du ministre et l'opinion des personnes compétentes : M. Ribot essayait habilement de voiler cette abdication. « Dans ces sortes d'opérations, disait-il, la responsabilité appartient tout entière au gouvernement, à qui reviennent et l'initiative et l'exécution. L'avis qu'il exprime, après mûre délibération, doit naturellement peser d'un très grand poids, d'autant plus que l'opération n'est plus entière dès qu'elle a été annoncée et en quelque sorte escomptée par le public ». Conclusion : les réserves faites, n'empêchaient pas la commission de se rallier au projet du gouvernement. En réalité, des raisons politiques, le désir de ne pas renverser sitôt après tant d'au-

tres un ministère encore tout nouveau, l'emportaient sur les considérations financières (1).

La discussion s'ouvrit à la Chambre le jeudi 3 novembre (2).

M. Allain Targé établissait une distinction fort intéressante entre la conversion amenant une réduction des intérêts de la dette publique et la conversion avec soulte. Sans doute ses préférences pour les conversions au-dessous du pair n'étaient pas très justifiées par son désir de supprimer les

(1) A la fin de son rapport M. Ribot donnait la statistique suivante des rentes à convertir :

	PARTIES	SOMMES
4 1/2 0/0 Rentes nominatives.....	96 022	27.103.344 fr.
et 4 0/0 — au porteur	108 129	10.329.190 fr.
Répartition des rentes nominatives.		

RÉPARTITION

Etablissements publics;...	3.280 parties pour	3.791.399 fr.
Particuliers	92.472 — —	23.311.945 fr.

Ses chiffres permettaient de faire deux remarques non sans intérêt pour l'opération projetée : 1° La plupart des rentes à convertir (9/10) appartenaient à des particuliers ; 2° La conversion s'adressait surtout à des petits rentiers, puisque la moyenne de chaque titre atteignait seulement 183 fr. de rente.

Les chiffres donnés en 1888 par le rapport de M. Peytral sont un peu différents.

Inscriptions	4 1/2		4	
	Parties	Montant en rentes	Parties	Montant en rentes
Nominatives directes.....	89.337	25.526.258 f.	620	370.686 f.
Nominatives départementales	5.400	1.212.103 f.	26	11.290 f.
Au porteur.....	110.661	10.448.540 f.	675	64.120 f.
Totaux.....	205.198	37.186.901	1.321	446.096

(2) *Journal officiel*. Chambre *in extenso* 1887, page 1909.

fonds ayant dépassé le pair, qu'il qualifiait de « titres blessés » ; la garantie temporaire contre un remboursement peut remédier dans une certaine mesure à la faiblesse de tels fonds. De même, les économies invoquées en faveur des emprunts au-dessous du pair sont loin d'être aussi certaines que M. Allain Targé semblait le croire. Mais sur le sujet des conversions avec soulte, son discours était remarquable. « La conversion », disait-il, « est une bonne chose, à condition d'être une conversion ». Il remettait alors en lumière le but de toute conversion, c'est-à-dire une économie d'intérêts ; là était le seul moyen de faire accepter la mesure par l'opinion publique. « Si, au contraire », ajoutait-il, « ils [les rentiers] aperçoivent une combinaison qui a pour but d'augmenter le capital de la dette, de ne point diminuer les impôts qu'ils ont à payer, mais de manger en herbe les conversions futures, je dis qu'alors, au point de vue financier, au lieu d'avoir fait une œuvre utile au crédit public, on en a fait une qui est critiquée et ne fait pas honneur aux finances du pays ».

Au point de vue moral et politique, l'opération proposée n'était pas plus admissible. « Il ne faut pas », disait M. Allain Targé, « que le rentier qui est réduit dans son revenu sache qu'il se passe à côté de lui une autre opération, où il y a des gens qui gagnent de l'argent et des primes, qu'il y a une émission dont on ne connaît pas très bien les conditions... » A ces objections d'une portée générale, M. Allain Targé ajoutait un argument tout spécial : il ne fallait pas subvenir

au moyen d'emprunts perpétuels aux dépenses d'armement, fatalement renouvelables avec le progrès.

Mais il exprimait une opinion très discutable en proposant pour le 4 1/2 nouveau, encore inconvertible, une conversion facultative analogue à celle de M. Fould : comme en 1862, les rentiers menacés d'un traitement rigoureux « s'ils voulaient résister à des offres raisonnables », auraient dû « escompter le péril qu'ils couraient ». (1)

Du moins, M. Allain Targé avait-il remis en lumière avec beaucoup d'opportunité certains principes fondamentaux des conversions. Mais s'il avait vivement attaqué le système de la soulte il s'était au contraire montré plutôt favorable aux conversions au-dessous du pair. Il ne condamnait donc qu'à moitié le projet du gouvernement.

Sans approuver davantage la conversion avec soulte, **M. de Soubeyran** s'attacha spécialement à établir les défauts de la conversion au-dessous du pair proposée. Il montra tout d'abord par des exemples la faible valeur du principe d'unification de la dette. Les Etats-Unis n'avaient pas craint d'émettre du 5 et 6 % après la guerre de Sécession ; aujourd'hui leur 3 % dépassait le pair. La France elle-même n'aurait-elle pas vu ses charges lourdement aggravées par l'émis-

(1) Cette opinion d'ailleurs n'est pas très surprenante quand on lit à l'*Officiel* cette réponse de M. Allain-Targé relative à la conversion de 1862. « Oui il y a eu des remboursements et j'en ai les chiffres ».

sion, en 1871, de 3 % au lieu de 5 % ? Pouvait-on d'ailleurs réaliser l'unité de dette : pourquoi donc le gouvernement ne proposait-il pas la suppression de ces dettes de l'Etat, encore nombreuses, coûtant en fait plus de 4.36 d'intérêt ?

En faveur du 3 %, on invoquait encore le peu d'étendue qu'aurait le marché d'un titre 4 %. Mais 33 millions de rentes 4 % constituaient-ils donc un marché si étroit ? Bien plus, une conversion en 4 % aurait cet avantage : elle préparerait un titre tout prêt, pour la conversion, possible dès 1893, des 7 milliards de 4 1/2 % 1883.

Sans compromettre l'avenir, il fallait se borner à une simple conversion au pair : l'argent nécessaire serait obtenu par des économies ; au besoin même on se servirait de l'emprunt de 319 millions 4 % amortissable voté en 1895 pour les écoles et les chemins vicinaux, et pas encore émis.

M. Ribot, rapporteur, n'essaya point de réfuter des arguments si convaincants, mais se borna à développer son rapport. Une comparaison remarquable entre les deux systèmes en présence : celui des étapes successives pratiqué en Angleterre et aux Etats-Unis, et celui d'unification imaginé en 1824 par M. de Villèle — l'amenait à se prononcer en faveur de la méthode anglaise ; d'une façon générale, il vaut mieux, disait-il, « procéder par conversions successives que de procéder pas à-coups par une opération qui a toujours quelque chose de compliqué, qui peut n'être pas bien comprise et qui en tout cas peut rendre impossibles des conversions

futures avantageuses pour le Trésor ». Mais ces conclusions du financier n'étaient pas conformes aux désirs de l'homme politique, et, comme dans son rapport, M. Ribot s'y déroba. Pour le cas particulier où l'on se trouvait, il fallait, pensait-il, déroger aux règles générales. Le marché du nouveau fonds, avait expliqué M. Rouvier, serait trop peu étendu pour attirer la spéculation : « or un fonds qui n'était pas soutenu par la spéculation était un fonds sacrifié » — « mort-né », renchérisait de sa place le ministre des finances. Devant cette opinion, le rapporteur et la commission avaient cru devoir s'incliner. « M. le Ministre des finances est le meilleur juge d'une pareille question..... Il serait très délicat pour la commission et pour la chambre de substituer ainsi sa responsabilité à celle du ministre ». (1)

Quant à la transformation en emprunt de l'économie résultant de la conversion, elle serait spécialement justifiée dans le rapport général du budget. M. Ribot se bornait à faire remarquer que pour faire face aux dépenses d'armement évidemment indispensables, on ne pouvait recourir à une augmentation de la dette flottante — mauvais procédé d'emprunt — et qu'il n'était guère pratique, sinon dangereux, de déranger deux fois le marché des fonds publics en faisant un emprunt 3 % après une conversion simple.

Ce fut tout spécialement à cet emprunt que s'attacha

(1) A ce moment de la discussion fut faite cette interruption fort juste : « Que faisons nous ici alors ? »

M. Amagat. Il le qualifiait d'opération de prodigue. En augmentant de 50 % le capital nominal du fonds converti, — de 824 à 1.266 millions, — on contractait une nouvelle dette de 422 millions pour obtenir 150 à 160 millions ; or pour ses emprunts les plus onéreux, pendant les guerres de la Révolution et de l'Empire, jamais l'Angleterre n'avait reconnu plus du double du capital encaissé. Enfin si l'on tenait compte des réductions successives ainsi abandonnées, le taux de cet emprunt atteignait 8 à 9 %. Mais il fallait de l'argent pour assurer notre force militaire, et M. Amagat proposait une application ingénieuse du système des conversions successives. En faisant actuellement une conversion en 4 % au pair, on réalisait une économie suffisante pour gager un emprunt de 120 millions, applicable à la transformation du matériel de guerre : les conversions qu'on réserverait ainsi dans l'avenir procureraient des économies, qui serviraient elles-mêmes à gager les emprunts nécessaires pour maintenir nos armements à hauteur des derniers progrès.

Mais cette théorie séduisante n'avait pas grande solidité : il est bien aléatoire d'établir un parallélisme quelconque entre les progrès du crédit public et ceux de l'armement. De plus, un plan d'aussi longue durée aurait couru bien des risques de ne pas être suivi par des assemblées nécessairement changeantes comme l'opinion.

M. Rouvier intervint lui-même pour défendre son projet. Peu importait que théoriquement la méthode des conversions successives fût préférable à celle de l'unification ; dans la

situation actuelle, déclarait-il, « il ne m'est pas venu à la pensée d'appliquer une thèse doctrinale, sans me préoccuper de ce qui convenait le mieux à l'opération que je voulais faire ». Il avait consulté tout d'abord banquiers, agents de change, économistes : presque tous (1) s'étaient déclarés partisans du 3 %. Il fallait bien tenir compte « de l'opinion des banquiers, des porteurs, des gens à qui on proposait de consentir un sacrifice ». Enfin, il y avait une autre raison décisive : « l'opération réduite à 37 millions de rentes constituerait sur le grand marché de Paris un type mort-né.... Et alors, pourquoi créer pour ces 37 millions de rentes un type nouveau, venant compliquer les types nombreux qui existaient déjà ? »

Ayant ainsi justifié sa conversion, M. Rouvier développait quel parti il comptait en tirer. Le déficit du budget n'allait pas absorber les ressources procurées par la soulte : ce qui resterait disponible permettrait d'incorporer le budget extraordinaire dans le budget ordinaire. Assurément, cette réforme, depuis longtemps attendue, était fort bonne par elle-même ; mais M. Rouvier ne l'invoquait-il pas, pour qu'elle communiquât à son projet un peu de popularité. Ses prévisions, pourtant optimistes, laissaient encore à trouver une centaine de millions pour parfaire cette réforme ; après s'être

(1) M. Rouvier prétendait n'avoir trouvé que deux opinions en faveur du 4 % (M. Cernuschi et M. de Soubeyran). « J'ai constaté tout à l'heure, ajoutait-il, que l'honorable M. Ribot penchait pour le 4 % »

heurté aux difficultés insurmontables du budget de 1887, M. Rouvier ne devait guère croire à la possibilité de trouver cette centaine de millions « en faisant donner aux impôts existants leur maximum de rendement ».

Cet habile discours, en présentant la conversion proposée comme un cas tout spécial, la faisait ainsi échapper aux objections maintes fois développées contre des procédés analogues.

M. Daynaud pourtant essaya de ramener l'attention sur cet emprunt déguisé, « emprunt qui ne frappait pas l'œil du public, d'autant plus blâmable qu'il était moins apparent ». Avec une franchise sévère il osait dire à la chambre que cette opération, où « la conversion qui devait être la partie principale n'était plus que l'accessoire », n'avait été entreprise que pour cacher au pays les gaspillages commis, et constituait ainsi un crime « de lèse nation ». Ces objurgations furent inutiles : la discussion était épuisée, comme en témoignait ensuite le discours plus nourri de théories radicales que d'arguments financiers de M. le comte **de Douville-Maillefeu**. La clôture des débats fut prononcée (1).

Toutefois la lutte reprit très vive, — probablement par suite de manœuvres contre le ministère, — pour le vote de l'art. 1 du projet. MM. Daynaud et l'Aillières proposaient un amendement créant du 4 % au lieu de 3 %, et limitant l'opération à la conversion proprement dite. Une courte intervention de M. Rouvier engageant la chambre à ne pas se laisser

(1) 311 voix contre 167, chiffres rectifiés : 341 contre 173.

effrayer par ce « spectre que le remboursement se ferait à 100 francs » avait fait retirer une première fois cet amendement, mais celui-ci avait été aussitôt repris par M. Pichon. M. Rouvier défendit énergiquement son projet. Sans doute, reconnaissait-il, il y a emprunt, mais en quoi est-il déguisé ? Il n'a qu'une seule particularité : c'est un emprunt qui ne coûte rien au contribuable, car il a sa dotation par avance inscrite dans le budget. D'ailleurs il fallait bien prendre quelque part l'argent nécessaire ; il n'y avait pour cela que deux moyens : l'impôt (1) ou l'emprunt. Le ministre, poussé dans ses derniers retranchements, dévoilait ainsi la véritable cause de la mesure proposée : le déficit du budget.

Cette franchise faillit être fatale au gouvernement. Si la conversion au-dessous du pair fut admise assez facilement (rejet de l'amendement de MM. Daynaud et d'Aillières repris par MM. Pichon, Millerand et Amagat), la conversion avec soulte, spécialement visée par la division demandée par M. Hubbard sur l'article 2, ne fut adoptée qu'à 16 voix de majorité (2).

La bataille entre partisans et adversaires du projet — ou plutôt entre amis et ennemis du ministère — était désormais terminée : avec une seule modification, [la remise à

(1) A ce sujet M. Rouvier disait très justement : « Ce n'est pas au moment où le vote qu'on crée un impôt, c'est au moment où on le rend nécessaire ».

(2) 239 voix contre 223.

Journal Officiel. Sénat in extenso 1887, page 868.

la commission du budget d'un état détaillé des fonds de l'opération], l'ensemble du projet fut adopté par 265 voix contre 160 (chiffres rectifiés, 276 contre 161).

Le projet fut déposé au Sénat le surlendemain, 16 novembre, par M. Mazeau et immédiatement, **M. Loubet**, rapporteur de la commission des finances, donna lecture de son rapport. Après avoir indiqué le double but de l'opération proposée : « convertir le 4 1/2 ancien et le 4 % en rentes 3 % », et « procurer les ressources nécessaires pour faire face au budget extraordinaire de la guerre et de la marine jusqu'au moment où il serait possible de le supprimer », le rapporteur exposait le mécanisme de la conversion. Mais « sans se prononcer sur la question qui divisait les économistes et sans vouloir prendre parti pour ou contre le système des conversion successives », il se bornait à résumer les arguments du ministre des finances, et ses conclusions n'étaient pas plus catégoriques que celles de M. Ribot. « Votre commission, messieurs, n'a pas cru devoir se livrer à l'examen des divers systèmes proposés pour la conversion. Cet examen serait sans doute utile, s'il ne s'agissait pas d'une opération limitée et restreinte : elle aurait eu un intérêt considérable, s'il se fût agi de la conversion de 4 1/2 % nouveau. Mais des réserves expresses ayant été formulées par la commission du budget de la chambre des députés et acceptées par M. le Ministre des finances, nous n'avons qu'à en prendre acte et à les renouveler ».

La discussion s'ouvrit le 7 novembre (1). On y devait reproduire inévitablement la plupart des arguments invoqués devant la chambre ; il faut noter toutefois que, sans négliger les principes, les adversaires du projet s'appliquèrent à la critique des raisons spéciales invoquées par M. Rouvier en faveur de la conversion.

C'est ainsi que **M. Blavier** s'efforçait de réduire le rôle donné à la spéculation par le ministre ; sur les 37 millions de 4 1/2 à convertir, 27 étaient en titres nominatifs ; on se trouvait donc en présence d'un fonds de placement peu soumis à la spéculation ; les porteurs accepteraient d'autant plus facilement la réduction, que le marché — dans son état actuel peu prospère — ne leur offrirait guère de placements plus avantageux. Ainsi, le ministre des finances s'était peut-être trop laisser influencer par l'opinion des hommes de Bourse ; peut-être ceux-ci n'avaient-ils eu pour seul but, en proposant une conversion de 3 %, que rendre difficile, sinon impossible plus tard, la conversion du 4 1/2 nouveau. Et fort justement, **M. Blavier** insistait sur cette future opération qui, dès 1893, pourrait être réalisée : ce type 4 %, qu'on voulait repousser aujourd'hui, n'y faudrait-il pas alors recourir ?

M. Rouvier se hâta de porter la discussion sur un autre terrain. Sans préjuger de l'avenir dans un pays où l'esprit

(1) *Journal Officiel*. Sénat *in extenso*, 1887, page 87.

public était si mobile, il fallait s'en tenir aux faits actuels : il s'agissait d'examiner une opération déterminée, de l'apprécier dans son caractère pratique. M. Rouvier reprenait alors ses arguments : le peu d'importance d'un nouveau fonds 4 %, la nécessité, en pareille matière, de se préoccuper de « l'opinion du marché ». Mais bientôt, passant à l'offensive, il faisait un véritable plaidoyer en faveur des conversions au-dessous du pair. L'augmentation de capital nominal était également vraie pour les emprunts et les conversions au-dessous du pair, et pourtant la Chambre et le Sénat venaient de voter encore tout récemment l'émission de rentes 3 %. Aussi bien, toutes ces conversions successives, qu'on prétendaient sacrifiées par l'emploi de fonds au-dessous du pair, étaient seulement des probabilités ; un système procurant une économie immédiate, par conséquent certaine, n'était-il pas préférable ?

Par un discours d'une amère ironie, **M. Fresneau** expliqua ensuite « la rare conformité de son vote avec celui du ministère ». Evidemment, cette fausse conversion ne le trompait pas, mais il ne voulait pas repousser un emprunt même sous cette singulière forme, « puisqu'il était destiné à l'armée et à la marine ». « J'ai au moins ici, disait-il malicieusement, une chance sérieuse qu'on ne fera pas de bâtiments scolaires avec cet argent ». Evidemment, c'était là un gaspillage du crédit public, mais M. Fresneau invoquait l'homœopathie. « La fausse conversion fera songer à la vraie, et d'un mal en définitive sortira un bien, car je ne connais pas d'obstacle plus sérieux aux prodigalités contre lesquelles vous avez à

lutter tous les jours que cette inégalité flagrante qui existera entre vos prêteurs de demain et vos anciens créanciers d'hier, si les emprunts sans fin et à tout prix tentaient de se perpétuer ».

M. Buffet ne reprit pas une discussion à peu près épuisée ; mais il tenait à justifier les théoriciens financiers du reproche injuste que leur adressait le ministre de ne pas tenir un compte suffisant des faits. Que voyait-on en effet ? Tous les pays qui avaient voulu réduire et avaient effectivement réduit leur dette, l'Angleterre, les Etats-Unis avaient usé du système des conversions successives ; c'était donc là un procédé très pratique et nullement théorique.

Quant à la suppression du budget extraordinaire, **M. Buffet**, lui aussi, en était partisan. Mais la conversion avec soulte n'atteignait ce résultat qu'en apparence : en fait il y aurait un budget extraordinaire, tant que les dépenses faites pour le compte de l'Etat ne pourraient être soldées chaque année avec les ressources normales de l'impôt.

Il ne fallait pas compter davantage sur l'unification ou sur des combinaisons plus ou moins ingénieuses, pour diminuer les charges des contribuables. « La première et essentielle condition pour alléger le fardeau de la dette, c'est de ne plus emprunter. »

Comme à la Chambre, la discussion des articles ne fut pas sans intérêt au point de vue parlementaire. L'art. 12 du projet, qui, par une omission singulière, prescrivait à la commission des finances de la chambre seulement communication

des résultats de la conversion, devait soulever les protestations de M. Buffet. Le ministre s'étant engagé à traiter le Sénat comme la Chambre, le rapporteur n'avait pas cru utile, pour une pure question de forme, de renvoyer à la Chambre le texte voté ; mais M. Buffet, faisant bon marché d'un retard d'un ou deux jours, et soucieux des prérogatives constitutionnelles du Sénat, exigeait dans le texte même de la loi la mention de cette communication. Il s'étonnait d'ailleurs qu'un pouvoir d'appréciation fût donné à des commissions, alors qu'il n'aurait dû appartenir qu'aux chambres. Au fond, il n'y avait là qu'une manœuvre politique qui fut sur le point de réussir : le ministère ne triompha qu'à deux voix de majorité (111 voix contre 109).

En définitive, le texte voté par la Chambre fut admis au Sénat sans aucune modification, par 202 voix contre 36. Il fut publié dans le *Journal Officiel* du 8 novembre 1887 (p. 1913). Voici les principaux articles de cette loi :

LOI PORTANT CONVERSION DES RENTES 4 1/2 %
(ANCIEN FONDS) ET DES RENTES 4 % EN RENTES 3 %.

Art. 1^{er}. Le ministre des finances est autorisé :

1° A inscrire au Grand Livre de la dette publique et à aliéner, au mieux des intérêts du Trésor, une somme de 37.632.997 francs de rente 3 %, jouissance du 1^{er} janvier 1888.

2° A rembourser, à raison de 100 francs par 4 fr. 50 de rente 4 1/2 % ou par 4 francs de rente 4 %, les rentes 4 1/2 (ancien fonds) et les rentes 4 % inscrites au grand livre de la Dette publique.

Art. 2. Dans l'attribution des rentes 3 % à aliéner en exécution de l'art. 1^{er} ci-dessus, un droit de préférence sera réservé aux détenteurs des rentes dont le remboursement est autorisé par le même article.

Ce droit de préférence pourra être exercé par le détenteur des titres de rente 4 1/2 % (ancien fonds) ou de rente 4 % :

Soit jusqu'à concurrence seulement de la rente 3 % à laquelle lui donne droit le taux de conversion fixé par un décret en échange des rentes 4 1/2 % ou 4 % dont il est détenteur ;

Soit, en outre, pour une somme de rente 3 % égale au montant de la réduction que sa rente a subie par le fait de la conversion, sans toutefois que cette somme de rente puisse comprendre des fractions de franc.

Art. 3. Tout propriétaire de rente 4 1/2 % (ancien fonds) ou de rente 4 % qui dans un délai de dix jours à courir de l'époque qui sera fixée par un décret n'aura pas demandé le remboursement effectif ou fait connaître son intention de souscrire l'intégralité de la rente à laquelle il a droit en vertu de l'article précédent sera considéré comme exerçant son droit de préférence jusqu'à concurrence de la rente à laquelle lui donne droit le taux fixé pour la conversion.

Art. 4. Les rentes non converties continueront à porter intérêt jusqu'à la date fixée pour leur remboursement.

Cette date ne pourra pas dépasser pour la France, la Corse et l'Algérie le 22 décembre 1887.

Art. 5. Les rentes converties jouiront des intérêts à 4 1/2 % ou 4 % jusqu'au 31 décembre 1887 inclusivement.

Art. 6. Les conditions dans lesquelles s'effectuèrent le remboursement et la conversion des rentes 4 1/2 % et des rentes 4 %, la délivrance aux ayants-droit de promesses de rentes 3 % au porteur pour les fractions de rente non inscriptibles ou le remboursement en capital de ces mêmes fractions et l'aliénation des rentes 3 % prévue par la présente loi seront déterminées par décret du Président de la République (1).

Art. 10. Le ministre des finances pourra passer avec la Banque de France des conventions destinées à faciliter les opérations prévues par la présente loi. Les avances faites en vertu de cette disposition devront être remboursées au plus tard à la date du 31 décembre 1888.

Art. 12. Sur le produit de l'opération, à l'emploi duquel il sera pourvu par la loi des finances, seront prélevés les dépenses matérielles et les frais de toute nature qui ne pourront excéder la somme de 1.500.000 francs. Un état détaillé de ces dépenses et de ces frais sera fourni à la commission du budget aussitôt après l'opération.

Art. 13. Le ministre des finances rendra compte des opé-

(1) Les art. 7 et 8 concernent des questions de droit civil soulevées par la conversion ; l'un assimile la conversion à un acte d'administration, l'autre règle les conditions de la conversion pour les rentes grevées d'usufruit.

L'art. 9 accorde l'exemption de timbre aux titres et expéditions utiles à la conversion. C'était là une prime indirecte ne devant pas bénéficier également à tous les rentiers.

ractions autorisées par la présente loi au moyen d'un rapport adressé au Président de la République et distribué au Sénat et à la Chambre des Députés.

Un décret du même jour (*Journal Officiel*, p. 1914) réglait les conditions de la conversion.

Les propriétaires de rentes qui voulaient être remboursés devaient en faire la demande du 14 au 23 novembre (1) (art. 1^{er}), aux caisses publiques désignées dans le décret (art. 2). L'opération était donc menée rapidement, ce qui semble préférable. La faible portée de cette conversion rendait même ce délai de dix jours très suffisant.

Quant aux rentes 4 1/2 % et 4 % dont le remboursement n'aurait pas été demandé dans les délais ci-dessus, elles devaient être converties à raison de 0,8333 de rente 3 % pour 1 franc de 4 1/2 %, et de 0.937 de rente 3 % pour 1 franc de 4 % (art. 7). Ces chiffres font ressortir un taux réel de 3.748 % pour le 4 1/2 et de 3.748 % pour le 4, soit un léger avantage de 0.0005 % en faveur du 4 1/2, pour lequel la réduction était d'ailleurs la plus sensible.

Les détenteurs de rentes converties, qui désiraient obtenir en 3 % la somme de rente dont leur inscription avait été réduite par la conversion, devaient souscrire cette rente complémentaire dans les délais fixés pour le remboursement. Ils ne pouvaient souscrire pour des fractions de franc, de sorte

(1) Pendant dix jours à compter du lendemain de la promulgation de la loi dans les colonies autres que l'Algérie.

que, s'il y avait lieu, la rente complémentaire était réduite en conséquence (art. 8). Le taux d'émission de cette rente était fixé à 80.10, avec jouissance du 1^{er} janvier 1888 (art. 9).

Art. 11. « Les fractions non inscriptibles, détachées des rentes 4 1/2 % et des rentes 4 % converties, seront représentées par des promesses au porteur délivrées avec jouissance du 1^{er} janvier 1888. Aucun paiement d'arrérages ne pourra être fait sur les promesses d'inscription. Tout porteur de ces valeurs qui en produira pour une somme de 3 francs de rente au moins obtiendra un titre définitif dans la forme nominative, mixte ou au porteur. Toutefois une somme de 1 franc de rente en promesses pourra être réunie à une inscription de rente 3 % déjà existante. »

Cet article appelle des commentaires. Il s'agit ici des rentes qui pouvaient être acquises avec la soulte pour compenser la diminution du revenu. Conformément aux dispositions de l'art. 8, les rentiers ne pouvaient se faire inscrire pour des fractions de franc ; il pouvait donc arriver que leur nouveau revenu fût inférieur à l'ancien de 0.01 à 0.99 centimes. Mais, partant du principe de la fixité absolue du revenu, le gouvernement ne voulait pas les priver de leur droit de préférence pour la souscription de ces fractions de rentes : il représentait ce droit par des promesses d'inscription ; celles-ci, facilement transmissibles, pouvaient être réunies après arrangements entre rentiers, de façon à donner une nouvelle efficacité au droit de préférence. De cette façon, des complications d'écritures étaient évitées pour le Trésor,

et en même temps, le droit de préférence des rentiers entièrement sauvegardé.

Ce procédé ingénieux semble toutefois peu recommandable. Il faut considérer tout d'abord que la simplification ainsi poursuivie n'avait pas grande importance, puisque la conversion simple au-dessous du pair conduisait déjà à inscrire des fractions de rentes. Il entraînerait ensuite une série d'opérations qui, bien que secondaires, allaient encore compliquer une conversion déjà complexe et inspirer de la défiance aux rentiers.

La mesure, il est vrai, serait avantageuse aux banquiers ; bien des rentiers, embarrassés de leurs promesses, les céderaient à bon compte : les banquiers pourraient drainer ces promesses dans leur clientèle, les utiliser, leur donner une valeur. On les rendait ainsi favorables à la conversion et on se ménageait certains concours financiers ; mais peut-être était-ce aller trop loin que d'en faire payer le prix d'une façon détournée par les rentiers.

Un second décret du même jour (*Journal Officiel*, 8 novembre 1887, p. 1913), organisait de la manière suivante le paiement de la soulte (art. 4) :

Au moment du dépôt = 18 fr.	} par 3 francs de rente 3 %.
Le 1 ^{er} avril 1888 . . = 30 fr.	
Le 1 ^{er} juillet 1888 . . = 32 fr. 10	

Enfin un troisième décret du 25 novembre 1887 (*Journal Officiel*, 25 novembre), réglait les conditions dans lesquelles s'effectueraient le remboursement des rentes non converties.

Les circonstances politiques furent très peu favorables à cette conversion ; peu après la démission du préfet de police survenait celle du cabinet Rouvier, le 19 novembre, puis celle du Président de la République : ces graves événements étaient, il est vrai, d'ordre intérieur et avaient moins d'influence sur le crédit public qu'une crise économique ou une menace de guerre (1) : elles devaient cependant impressionner défavorablement le marché.

Environ un an après, les résultats de cette conversion furent connus par un rapport du 13 novembre 1888 adressé par M. Peytral, alors ministre des finances, au Président de la République (2).

Le total des rentes à convertir s'élevant à.... 37.632.997 f »

Le remboursement ayant été demandé pour (3) 3.604.029 f »

Le surplus restait à convertir, soit..... 34.028.968 f »

(1) Cours mensuels du 4 1/2 nouveau et du 3 % en 1887 (2^e semestre) *Bulletin de statistique*, année 1888, tome XXIII, p. 39.

	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
4 1/2 0/0	109.29	108.31	108.84	109.12	106.99	107.46
3 0/0	81.15	81.59	81.79	81.99	81.27	81.81

(2) *Bulletin de statistique* 1888, tome XXIV, page 534.— Compte général de l'administration des finances 1888. page 1711.

(3) Détail des demandes de remboursement.

Pour le 4 1/2 7.683 demandes pour 16.688 inscriptions soit 3.503.750 fr. de rentes.

Pour le 4	103	—	—	256	—	—	100.279
	7.786	—	—	16.944	—	—	3.604.029

Les rentes 3 % à créer s'élevaient également à 37.632.997 f »

Il avait été attribué en échange du 4 1/2 et du 4 28.382.095 f 31

Il restait donc à émettre..... 9.250.901 f 69

Ces rentes avaient été émises dans les conditions suivantes :

Souscriptions privilégiées (1) 1.792.886 f »

Cession à la Caisse des Dépôts et Consignations (Emploi des fonds des caisses d'é-

pargne (2) 6.000.000 f »

Négociations à la Bourse (3)..... 1.458.015 f 69

Ce qui avait procuré un capital total de.... 254.469.432 f 85

Il en fallait déduire :

Le capital des rentes remboursées : 80.368.086 f }
Les frais divers de la conversion : 970.325 f 64 } 81.338.411 f 54

De sorte que le produit net de la conversion

était de 173.130.931 f 31

Sur cette somme, il avait été prélevé pour faire face aux

(1) Souscriptions privilégiées.

	Nombre de parties	Sommes de rentes déposées
4 1/2 nominatif.....	7.908	5.579.680
au porteur.....	29.073	5.183.190
4 nominatif.....	88	132.466
au porteur.....	188	25.440
	<u>37.258</u>	<u>10.920.776 fr.</u>

(2) Aux cours moyens de 82 fr. 467 — 83.5725 — 84.24 — 83.4625.

(3) Aux cours moyens de 84.18 pour 29 millions de rentes, de 83.46 pour 10 millions, de 82,40 pour 8.015, de 80 pour 0,69.

dépenses du budget sur ressources extraordinaires des exercices 1887 et 1888 118.335.000 francs (1).

Le surplus, 54.795.931 fr. 31, devait être affecté à la dotation du budget extraordinaire de 1889.

En somme, malgré des demandes assez nombreuses de remboursement 10 % (2), la conversion au-dessous du pair avait réussi.

Il n'en était pas de même pour la conversion avec soulte proprement dite, qui au lieu des 160 millions escomptés par le gouvernement n'en fournissait que 47 environ. Mais le Trésor put négocier avantageusement les rentes non souscrites par les rentiers convertis et obtenir ainsi la soulte qu'ils lui avaient refusée. De la sorte, le produit net de l'opération, soit 173 millions, fut encore supérieur aux prévisions de

(1) Répartition de ces 118.335.000 fr.

Ministère de la guerre.	
Exercice 1887. L. 15 avril et 21 juillet 1888.....	3.750.000 fr.
— 1888. L. 26 juin 1888.....	77.250.000 fr.
— 1888. L. 26 juillet 1888.....	21.335.000 fr.
Ministère de la marine.	
Exercice 1888. L. 30 mars 1888.....	16.000.000 fr.
Total.....	118.335.000 fr.

(2) Rapport précité du 13 novembre 1888, par M. Peytral. « Pour parer aux demandes de remboursement et en attendant le versement du premier terme échéant le 1^{er} avril le Trésor a dû recourir à la faculté que lui laissait l'art. 10 de la loi du 7 novembre 1887 qui l'autorisait à passer avec la Banque de France des conventions destinées à faciliter les opérations prévues par la dite loi. Une somme de 70 millions fut ainsi successivement mise à la disposition du Trésor par la Banque et le remboursement de cette avance qui aux termes de la loi devait être effectué au plus tard le 31 décembre 1888 fut entièrement terminé le 7 juin ».

M. Rouvier. D'autre part, cette conversion ne devait pas causer aux rentiers qui l'acceptèrent les mêmes désillusions qu'en 1862, si fâcheuses pour le crédit public ; les progrès de nos rentes en effet se poursuivirent dans la suite (1).

Pourtant la conversion de 1887 est presque unanimement critiquée par les auteurs financiers : le chapitre suivant établira le bien fondé de ces reproches.

(1) Cours des rentes pendant le six premiers mois de 1888 (*Bulletin de statistique de 1889*, tome XXV, p. 59) (Moyennes mensuelles).

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
3 %	81.26	81.78	82.31	81.71	82.53	82.93
4 1/2 %	107.68	106.51	106.72	106.79	106.60	105.85

Moyennes annuelles de 1888 à 1890 (*Bulletin de statistique de 1891*, tome XXIX, p. 64).

	1888	1889	1890
3 %	82.63	85.77	91.69
4 1/2 %	105.86	104.79	105.96

D'autre part, M. Alfred Neymarch, dans *les Finances contemporaines*, juge ainsi l'année 1887 au point de vue économique (p. 243). « Néanmoins la reprise commencée l'an dernier s'est accentuée ainsi qu'en témoignent la rentrée des impôts, notre commerce extérieur, les états de douane, les recettes des chemins de fer qui pour la première fois depuis 1882 présentent 25 millions d'augmentation sur l'année précédente, la hausse des matières premières..... »

Critique de la conversion de 1887

Il n'y a pas lieu d'insister sur l'opportunité de la conversion de 1887 : on fut alors unanime à la reconnaître, et elle ne paraît pas contestable. Non seulement les cours moyens (1) du 3 % pendant les trois mois qui précédèrent la mesure, 81.59 pour août, 81.79 pour septembre, 81.99 pour octobre, font ressortir des taux réels de 3.676, 3.667, 3.658 %, mais même les cours au-dessus du pair du 4 1/2 nouveau indiquent, pour ces trois mois, des taux de 4.154 % (cours 108.31), 4.134 % (108.84), 4.123 % (109 fr. 12). Si l'on remarque de plus que les cours moyens de 1886 (2) étaient encore supérieurs à ceux de 1887, on pouvait sans témérité estimer à 4 % le taux possible d'une conversion au pair.

Mais une économie de 1/2 % ne suffisait pas au gouvernement : en ayant recours au 3 %, non seulement il réduisait

(1) *Bulletin de statistique* 1888, tome 23, p. 39. Pendant ces mêmes mois les cours moyens du 4 1/2 ancien étaient de 105.59, 103.37, 102.37 et ceux du 4 1/2 nouveau 108.31, 108.84, 109.12.

(2) *Bulletin de statistique* 1888 taux 23, p. 38. Cours moyen des rentes avant 1887.

	1884	1885	1886	1887
3 %	77.70	80.41	82.32	81.07
4 1/2 %	106.28	105.40	106.08	103.82
4 1/2 % nouveau.	107.69	109.22	109.80	107.45

encore plus l'intérêt du $4\frac{1}{2}\%$, mais il pouvait aussi s'attaquer au 4% .

Il opérait là une conversion au-dessous du pair, dont il importe de préciser les conditions. Le décret, en effet, se borne à indiquer que la conversion en 3% aurait lieu à raison de 0.833 de rente 3% pour 1 franc de rente $4\frac{1}{2}\%$, et de 0.937 de rente 3% pour 1 franc de rente 4% .

Tout d'abord pourquoi cette méthode d'évaluation non encore employée jusque-là ? Elle présentait un grand avantage : au moyen d'une seule multiplication, elle rendait simple et rapide pour l'administration et les rentiers le calcul du nouveau revenu. Par contre, elle ne faisait pas apparaître le taux d'émission de la nouvelle rente, et sur ce point des méprises pouvaient être nuisibles au succès de l'entreprise. Sans repousser l'innovation, on peut donc conclure qu'il eût été prudent d'indiquer aussi, suivant le système traditionnel, le prix d'émission du nouveau fonds.

Cette question d'ordre secondaire indiquée, établissons toutes les données numériques de cette conversion au-dessous du pair.

Le remplacement de 1 fr. de $4\frac{1}{2}\%$ par 0 fr. 833 de 3% correspondait à une réduction d'intérêt de 4.50 à 3.7485 %. De même, l'échange de 1 franc de 4% par 0.937 de 3% faisait passer l'intérêt de 4 à 3.748 %. Comme une conversion au pair eut été possible en 4% , c'était une économie supplémentaire d'un peu plus de 0.25 % que procurait la conversion au-dessous du pair. Sans doute cette économie était encore

faible ; elle était toutefois assez importante relativement à la réduction réalisable par la conversion au pair de 4 1/2 en 4 : elle augmentait cette réduction de 0.50 %.

Quel était le prix de cet avantage ? On sacrifiait d'abord pour le fonds 4 1/2 ancien trois conversions au pair de 1/2 % susceptibles de procurer chacune 4.131.877 fr. d'économie annuelle, et pour le fonds 4 % deux conversions analogues économisant chacune 55.762 francs.

Etablissons maintenant l'augmentation de capital nominal de la dette publique ; d'après les dispositions du décret réglant la conversion, 3 fr. 7485 de 3 % étaient équivalents au capital nominal de 4 fr. 50 de 4 1/2, soit 100 francs, ce qui pour 3 francs de 3 % donne un prix de 80 fr. 01. Le même calcul appliqué au 4 % donne le prix très peu supérieur de 80 fr. 04. L'augmentation de capital nominal était donc pour le fonds de 4 1/2 % de $19.99 + \frac{19.99 \times 19.99}{80.01} = 19.99 + 4.99 = 24.98$ %, et pour le fonds 4 % de $19.96 + \frac{19.96 \times 19.96}{80.04} = 19.96 + 4.97 = 24.93$ %. Le capital nominal des 37.186.901 fr. de 4 1/2 ancien s'élevant à 826.377.500 fr., celui des 446.096 fr. de 4 % à 11.152.400 fr., l'augmentation de capital nominal était donc respectivement de 206.429.109 f. 50 et 2.780.293 f. 32 — soit au total de 209.209.402 fr. 82 pour un capital de 837.529.900.

Ces chiffres sont donnés ici à titre d'indication : il n'y a pas lieu de reprendre les arguments d'ordre général en faveur des conversions au-dessous du pair invoqués en 1887 : les avantages respectifs du système des conversions succes-

sives et de celui de la conversion immédiate au-dessous du pair ont été déjà appréciés à propos de la conversion de 1862.

Il nous faut toutefois examiner la valeur d'une raison toute spéciale invoquée en 1887 pour le choix du fonds 3 % au-dessous du pair : aussi bien cet argument semble-t-il n'avoir pas été sans effet dans la discussion devant les chambres ; il s'agit du manque d'étendue qu'aurait eu le marché d'un nouveau fonds 4 %. Sans doute, une valeur peu répandue n'est que très imparfaitement soumise aux lois du marché et risque de devenir la proie de certains financiers. Si un fonds d'Etat se trouvait dans ce cas, il pourrait subir des variations brusques et imprévues, fâcheuses peut-être pour le crédit public par les comparaisons qu'il suggérerait aux rentiers. Mais, tout en admettant cette manière de voir, on peut prétendre que tel n'était pas le cas en 1887 : les rentes à convertir représentaient un capital supérieur à 800 millions et étaient entre les mains de plus de 200.000 personnes : la conversion ne réduisait aucunement cette masse de rentes et elle ne pouvait pas diminuer beaucoup non plus le nombre des intéressés. On ne peut donc mettre en balance ce risque improbable d'un marché fermé avec les spéculations auxquelles devait presque inévitablement donner lieu une conversion au-dessous du pair. Ajoutons qu'une conversion en 4 % avait l'immense avantage de préparer un fonds pour la prochaine conversion du 4 1/2 nouveau, possible dès 1893, et que, le manque d'étendue du 4 % eût-il été un incon-

vénient réel, cet inconvénient devait complètement disparaître lors de cette seconde conversion assez proche. Concluons qu'en 1887 des circonstances particulières ne justifiaient pas plus la conversion au-dessous du pair que des raisons d'ordre général.

L'intérêt présenté par la conversion de 1887 serait donc assez médiocre au point de vue théorique, si la conversion au-dessous du pair n'avait subsisté à côté de la conversion avec soulte, rendant possible une comparaison entre les deux systèmes. La conversion de 1887 était obligatoire, et les porteurs de 4 1/2 et de 4 % ne pouvaient conserver leurs anciens titres. C'était seulement sur leur demande expresse, dans un délai assez court, que ces rentiers étaient remboursés au pair ; à défaut de cette demande, la conversion simple au-dessous du pair leur était imposée. Toutefois, ils pouvaient prendre un troisième parti et, dans le même délai que celui fixé pour les demandes de remboursement, souscrire en 3 % nouveau la somme de rente dont leur inscription allait être réduite. Dans son ensemble, la conversion peut donc être envisagée comme une conversion avec soulte, mais dont les

(1) Peut-être n'était-il pas très habile de fixer pour la souscription de la soulte les mêmes délais que pour les demandes de remboursement : on aurait pu, semble-t-il, en accordant un délai plus long, profiter de la surprise des rentiers déjà frappés par la conversion au-dessous du pair. Ce procédé, il est vrai, aurait eu de graves défauts ; il serait venu accroître la complexité de l'opération en établissant deux délais différents pour les demandes de remboursement et la souscription de la soulte. Il prolongeait aussi la période d'agitation amenée par la conversion.

deux moments : 1^o réduction ; — 2^o achat du revenu retransché, — apparaissent très nettement séparés. La distinction est si marquée que ces deux opérations ne présentent pas les mêmes caractères : la réduction était imposée ; l'acquisition de rente, à titre de soulte, était seulement offerte aux rentiers. En d'autres termes, la réduction était inévitable ; mais la modalité de la conversion — simple ou avec soulte — était laissée au choix des rentiers. Cette particularité est caractéristique dans la conversion de 1887.

Elle soulève tout d'abord une question de méthode qui ne semble pas sans portée. Ce qui est essentiel dans une conversion, c'est la réduction d'intérêt ; mais cette réduction obtenue, ne faciliterait-on pas avantageusement l'opération en permettant aux rentiers de suivre leurs préférences et de faire porter la diminution d'intérêt, soit sur leurs revenus, soit sur leurs capitaux. Au fond le fardeau resterait le même, mais chacun le porterait au mieux, suivant ses goûts et ses aptitudes. L'Etat n'y perdrait rien : il y gagnerait au contraire, puisque la conversion s'adaptant à un plus grand nombre de rentiers, serait acceptée plus généralement et avec moins de résistances.

(2) Remarquons que dans le texte de la loi la conversion simple au-dessous du pair est aussi attribuée à ce droit de préférence ; à cet égard il y a assimilation complète entre la soulte et le remboursement de la convertie. Il est pourtant un peu excessif de dire que la conversion simple au-dessous du pair résultait de l'exercice d'un droit de préférence alors que, comme nous l'avons vu, cette conversion atteignait précisément les rentiers n'ayant fait aucune démarche.

Mais si tels semblent être ses avantages théoriques, cette méthode n'eût pas en 1887 la consécration du succès. Les résultats de la conversion ainsi opérée furent loin d'être excellents, puisque les demandes de remboursement atteignirent près de 10 %. Aussi bien ne serait-il pas difficile de découvrir les vices de cette méthode : en rendant la conversion plus complexe, elle la compromet ; en donnant aux rentiers le choix entre plusieurs partis, elle fait naître des hésitations, des lenteurs toujours regrettables dans de telles entreprises. Il faudrait aussi démontrer que, dans tous les cas, le bénéfice est le même pour l'Etat.

Mais ce qui rend la conversion de 1887 très intéressante à étudier, c'est qu'elle permet de comparer la conversion simple avec la conversion avec soulte : la liberté absolue laissée aux rentiers, de s'en tenir à la réduction de leur revenu, ou de maintenir l'intégralité de leur rente par le versement d'une soulte, met en balance les deux procédés.

A cet égard les résultats de la conversion de 1887 sont nettement défavorables au système de la soulte. Sur les 119.133 parties qui acceptèrent la réduction, 37.958 seulement usèrent du privilège de souscription, soit à peine 1 sur 4.

Il faut toutefois remarquer que la balance n'était pas rigoureusement égale pour les deux conversions ; elle penchait en faveur de la conversion simple. Le 3 % donné en remboursement représentait une valeur de 80.01 à 80.04 ; celui émis à titre de soulte s'élevait à 80.10. La différence est, il

est vrai, infime, et elle dut être d'autant moins sensible qu'elle fut probablement inaperçue : nous avons vu en effet qu'avec le système employé par le décret, il était assez difficile de se rendre compte du prix du 3 % donné en remboursement. On ne saurait donc expliquer ainsi la différence des résultats obtenus par les deux systèmes : cette différence doit être attribuée surtout à l'infériorité intrinsèque de la conversion avec soulte.

Considérons maintenant que sur les 34.028.968 fr. de rentes converties, 10.920.776 fr. seulement étaient possédés par des rentiers ayant souscrit la soulte : la proportion devient ici d'environ $\frac{1}{3}$, alors que pour le nombre des rentiers elle était à peine d'un $\frac{1}{4}$. Ce rapprochement fait ressortir que c'étaient surtout les gros porteurs de rentes qui avaient opté pour la conversion avec soulte. Faut-il attribuer ce fait aux souscriptions faites par certains établissements publics influencés par le gouvernement, ou y voir une preuve de la difficulté pour les petits rentiers à se procurer les fonds nécessaires ? L'une ou l'autre réponse est également défavorable au système de la soulte, et peut-être faut-il les admettre toutes deux à la fois.

Nous avons jusqu'ici envisagé la conversion de 1887 dans ses effets pour les rentiers : il convient de se placer maintenant à un point de vue plus général. Le caractère de la mesure change alors ; nous n'avons plus, juxtaposées une conversion au-dessous du pair et une conversion avec soulte, mais uniquement une conversion avec soulte. Prenons en

effet l'article 1^{er} de la loi de conversion : « Art. 1^{er}. Le ministre
« des finances est autorisé : 1° A inscrire au Grand Livre de la
« Dette Publique et à aliéner au mieux des intérêts du Trésor
« une somme de 37.632.997 de rente 3 % portant jouissance
« au 1^{er} janvier 1888... » Comme les rentes soumises à la con-
version s'élevaient aussi à 37.632.997 fr., le budget allait donc
supporter les mêmes charges ; autrement dit toute l'écono-
mie obtenue par la conversion devait être absorbée par l'em-
prunt. Mais la conversion avec soulte proposée aux rentiers
pouvait ne pas suffire à utiliser toute l'économie résultant de
la conversion au-dessous du pair : pour obtenir une égalité
absolue d'arrérages entre l'ancienne dette et la nouvelle, le
gouvernement négocierait sur le marché le surplus des nou-
velles rentes 3 %. La conversion avec soulte pouvait rester
incomplète du côté des rentiers : elle allait être parfaite
pour l'Etat.

C'est là d'ailleurs une pratique constante dans toutes les
conversions obligatoires. Dans la conversion simple, au pair
ou au-dessous du pair, on détermine le chiffre des nouvelles
au-dessous du pair on détermine le chiffre des nouvelles
rentes d'après la réduction opérée ; si le Trésor a dû faire
face à des remboursements, il se procure, *au taux nouveau*,
les sommes nécessaires. Dans la conversion avec soulte, à
côté de l'emprunt destiné à parfaire la conversion proprement
dite, — créatrice d'économie — nous en trouvons un second
(confondu avec le premier), ayant pour but d'utiliser complé-
tement cette économie et de maintenir invariable le chiffre de

la dette, au cas où les souscriptions des rentiers à titre de soulte n'auraient pas déjà été suffisantes. La conversion de 1887 était, il est vrai, complexe, la réduction étant obligatoire et la soulte facultative. Il en résultait que l'emprunt correspondant à la soulte se distinguait plus facilement de celui destiné à parfaire la conversion simple.

Les 9.250.901 fr. 69 de rentes qu'il fallut émettre après 1887, ne représentaient pas toutes la soulte ; il avait fallu aussi faire face au remboursement demandé des 3.604.029 fr. de 4 1/2 et 4, représentant un capital de 80.368.086 francs. Au cours moyen de 82.52, ce remboursement absorbait 2.921.767 fr. 63, de sorte que la soulte était seulement représentée par 6.329.134 fr. 16 de rentes 3 %. Or la soulte souscrite par les rentiers convertis absorba seulement 1.792.886 f. de rente ; le surplus, soit 4.536.248 fr. 16 dût être négocié à la Bourse avec les 2.921.767 fr. 53 de rentes destinées aux remboursements. L'opération de 1887 pouvait donc être une conversion avec soulte, parfaite dans son résultat final : elle ressemblait plutôt dans son exécution à une conversion au-dessous du pair suivie d'un emprunt.

Le gouvernement, du reste, n'eût pas lieu de le regretter : les rentes émises en dehors de la conversion furent vendues en moyenne 82 fr. 52, alors que celles offertes aux rentiers convertis donnaient seulement 80 fr. 10. Même en tenant

(1) Cours moyen auquel furent négociés les 9.250.901 f. 69 de rentes. Le rapport indique en effet qu'elles fournirent un capital de 254.469.342 fr. 85.

compte des frais supplémentaires que pouvait occasionner la négociation de l'emprunt auprès de nouveaux rentiers, il faut bien reconnaître que ce procédé était le plus avantageux. La Caisse des Dépôts et Consignations avait, il est vrai, absorbé une grande partie des rentes à émettre : il n'en reste pas moins que les négociations à la Bourse portèrent sur 1.458.015 fr. 69 de rentes.

La supériorité de cette émission de rentes, indépendamment de la conversion, est facile à expliquer. En s'adressant à de nouveaux prêteurs, le gouvernement n'avait plus à compter avec la mauvaise volonté des rentiers indisposés par la réduction de leurs revenus. De plus, il avait été obligé, en fixant la soulte, de prévoir les événements contraires qui pouvaient survenir pendant la conversion — et en 1887 particulièrement, les circonstances firent apparaître l'utilité de cette précaution ; au contraire, une émission de rentes, faite par le Trésor en toute liberté, lui permet de les négocier en temps choisi, aux cours les plus favorables.

De telles considérations nous amènent à trouver peu décisif l'avantage invoqué par M. Rouvier en faveur de la conversion avec soulte, de ne pas déranger deux fois le marché. Sans doute les opérations financières du Trésor peuvent entraîner sur le marché un état d'incertitude et de trouble, dont la spéculation cherche à profiter et il importe de réduire la durée de ces opérations ; à cet égard une conversion avec soulte, opération unique, semble préférable à une conversion suivie d'un emprunt, demandant nécessairement plus de temps.

Mais cet avantage n'est-il pas trop chèrement acheté par les inconvénients qui viennent d'être signalés ? Enfin les conversions avec soulte, qui, comme nous le verrons, sont toujours en fait des conversions au-dessous du pair, sont par là même très favorables à la spéculation, de sorte que si elles en réduisent la durée elles en augmentent l'intensité ; or le marché supporte peut-être plus facilement des manœuvres prolongées mais peu étendues que les coups de Bourse de hardis financiers pressés d'utiliser une occasion passagère.

Pourquoi, se demandera-t-on alors, ne pas avoir séparé l'emprunt de la conversion, autrement dit pourquoi avoir eu recours à la conversion avec soulte ? La réponse est malheureusement la même pour toutes les opérations de ce genre : par la conversion, le gouvernement voulait dissimuler l'emprunt (1). Sans doute il se défendait de ce reproche : mais il n'y a qu'à relire la loi de 1887 pour constater par quels habiles détours il cherchait à rendre cet emprunt moins apparent : il n'y parlait même pas de l'émission, mais de l'*aliénation* des nouvelles rentes et rattachait le plus possible l'emprunt nouveau à l'emprunt nécessaire pour assurer le remboursement des rentes converties. D'ailleurs, cet emprunt eût-il été connu du public, il ne paraissait pas encore bien

(1) *Journal des économistes* du 15 novembre 1887. Chronique, par G. de M., page 307.

« En dépit de la devise de la commission « ni impôts ni emprunts » nous venons d'avoir un emprunt de 160 millions enveloppé comme une médecine amère dans la capsule gommée et sucrée de la conversion de la rente 4 1/2 (ancien fonds) et 4 % en 3 %. »

redoutable en semblant ne rien coûter ; et c'était là encore une dissimulation, car au fond cet emprunt restait avec l'inévitable conséquence d'augmenter les charges du pays (2). Ne pas éveiller les soupçons du public ni provoquer son juste mécontentement, telle était la véritable cause de la conversion de 1887, entreprise non pour alléger la dette publique, mais pour l'accroître. Cette étude a fait entrevoir à quel prix avait été obtenu ce résultat détestable en lui-même, contraire au contrôle si utile des finances publiques par ceux qui y subviennent, par les contribuables.

Il serait injuste toutefois de faire retomber toute la responsabilité de cet expédient sur le ministre qui en fut l'auteur : celui-ci se trouvait en présence d'une situation qu'il n'avait pas créée. Par des votes inconsidérés, le parlement n'avait pas su éviter le déficit budgétaire et refusant de reconnaître ses erreurs, il prétendait échapper aux conséquences inévitables de sa politique : l'impôt ou l'emprunt. La conversion de 1887 est pour beaucoup le résultat de cet illogisme. Les chambres étaient plutôt complices que dupes du gouvernement.

(2) Voir notamment les arguments donnés par M. Rouvier, lors de la discussion à la Chambre de l'art. 1 (J. O. 1887. Chambre *in extenso*, p. 1909 et s.).

TROISIÈME PARTIE

Après avoir étudié les diverses conversions avec soulte réalisées en France, il est nécessaire de tirer, s'il se peut, de cet examen, quelques idées générales. Sous des apparences variées, ces conversions ne présentent-elles pas certains caractères communs, par conséquent inhérents au système lui-même, qui permettraient de l'apprécier? Tel est l'objet de cette troisième partie, qui, en même temps, servira de conclusion à tout l'ouvrage.

L'étude des rapports des conversions avec soulte avec les conversions au-dessous du pair présente trop d'importance, pour ne pas former un chapitre spécial. Les autres caractères généraux des conversions avec soulte seront examinés dans un second chapitre.

CHAPITRE PREMIER

Rapports des conversions avec soulte et des conversions au dessous du pair.

Ce qui est fondamental dans une conversion avec soulte, c'est la réduction d'intérêt. Sans cette réduction pas d'emprunt possible, à moins d'augmenter le service de la dette. Mais peu semblent importer les moyens d'obtenir la diminution d'intérêt, la soulte n'étant qu'un mode d'utiliser un résultat acquis.

Et pourtant, en examinant la série des conversions avec soulte opérées en France, il est impossible de ne pas être frappé de ce fait, qu'elles ont toutes été, malgré leur extrême variété, des conversions au-dessous du pair. Aussi, bien que théoriquement il n'y ait aucune impossibilité à greffer une conversion avec soulte sur une conversion au pair, nous faut-il rechercher s'il n'existe pas un lien, ou du moins une affinité, entre la conversion avec soulte et la conversion au-dessous du pair.

On serait tenté d'expliquer cette préférence accordée aux fonds au-dessous du pair, en invoquant la pénurie financière où se trouve le plus souvent un Etat, quand il a recours à la conversion avec soulte. Mais c'est là le cas de presque tous

les emprunts, et, bien que les fonds au-dessous du pair permettent d'obtenir davantage dans le présent en grévant lourdement l'avenir, il est pourtant arrivé assez souvent que, malgré leurs besoins, des gouvernements ont emprunté au pair. Comme il y a des emprunts directs contractés au pair, pourquoi n'y aurait-il pas de même des conversions avec soulte, c'est-à-dire des emprunts indirects, au pair également ? Pas plus qu'à l'emprunt lui-même, il ne faudrait rattacher à la conversion avec soulte l'emploi de fonds au-dessous du pair : le système aurait été seulement déformé par des applications malheureuses.

Mais un tel raisonnement ne peut être admis pour les conversions avec soulte, comme pour les emprunts. Quand un gouvernement fait un appel direct au crédit, il est entièrement libre sur le choix des fonds à employer : cette liberté n'est plus aussi entière, quand il a recours au mode d'emprunt détourné de la conversion avec soulte.

Tout d'abord, il s'adresse uniquement à des rentiers qui viennent de voir réduit l'intérêt de leurs rentes, c'est-à-dire à des mécontents, des exigeants : des fonds au-dessous du pair semblent devoir leur plaire davantage ; si pour beaucoup en effet, la prime résultant d'une hausse probable de ces fonds n'est pas un avantage décisif, quel est celui qui, venant d'éprouver les désagréments d'une réduction d'intérêt, n'attache pas une importance spéciale à leur immunité contre plusieurs conversions ?

Ajoutons que la conversion avec soulte est une mesure

complexe, difficile à faire comprendre du public : n'est-il pas nécessaire de s'assurer l'appui des banquiers, en émettant le fonds qu'ils préfèrent ?

Il ne faut pas oublier d'autre part que la conversion avec soulte a généralement pour but de dissimuler un emprunt. Ce but serait incomplètement atteint si la soulte provenait d'une conversion au pair : il serait trop évident alors que l'augmentation du capital de la dette, ne pouvant être attribuée à la conversion proprement dite, serait le résultat des demandes du Trésor. Avec la conversion au-dessous du pair au contraire une certaine augmentation du capital de la dette résulte déjà du mode de réduction employé ; la soulte ne fera qu'aggraver cette augmentation de capital, elle n'en sera pas la cause unique, par suite, l'emprunt sera beaucoup moins apparent.

Si forts cependant que soient ces arguments d'ordre pratique, ils sont encore insuffisants pour expliquer cet emploi constant de la conversion au-dessous du pair dans les conversions avec soulte ; ce fait s'explique par des raisons autrement profondes ; il y a analogie de caractères entre la conversion au-dessous du pair et la conversion avec soulte, et cette seconde n'est que le prolongement de la première.

Comme la conversion avec soulte, la conversion au-dessous du pair est déjà un emprunt. Il faut considérer en effet que l'unité du nouveau fonds ne parvient pas à remplacer l'unité de l'ancienne rente : 3 francs de 3 % au capital nominal de 100 francs, mais valant seulement 75 francs, ne suffisent pas

à rembourser au pair une unité (soit 5 francs), de 5 % par exemple : il y faut ajouter $\frac{1}{3}$ d'unité de 3 %, par conséquent créer, émettre ce 3 % supplémentaire. Ce nouvel emprunt, il est vrai, est purement nominal : les économies réalisées par la conversion seront de beaucoup supérieures aux frais qu'entraînera cette nouvelle émission, et le résultat final sera encore une économie. De plus, ce 3 % supplémentaire est forcément attribué aux rentiers convertis pour les désintéresser de leur précédente créance, identique au 3 % correspondant à l'ancienne dette, — remis en même temps que lui, — compris dans les mêmes inscriptions. Non seulement cette émission est tout à fait inconnue du public, elle passe même inaperçue de ceux à qui elle s'adresse ; elle n'exige de leur part aucune manifestation spéciale de volonté : il leur a suffi d'accepter la conversion. Un seul indice traduit dans les faits ce nouvel emprunt : l'augmentation du capital nominal de la dette.

Supposons maintenant que, tout en s'adressant aux mêmes rentiers, l'Etat, au lieu d'émettre ce 3 % supplémentaire uniquement pour assurer le remboursement de l'ancienne dette, se propose d'en créer suffisamment pour absorber toute l'économie d'intérêt obtenue par la réduction d'intérêt : nous avons alors une conversion avec soulte ; celle-ci n'est donc qu'une conversion au-dessous du pair étendue, développée : le montant de l'emprunt au lieu d'être établi d'après le capital à rembourser est déterminé en capitalisant au taux nouveau l'économie réalisable sur le service de la dette.

Cette modification amène, il est vrai, une conséquence importante : en remboursant aux rentiers ce qui leur était dû, l'Etat remplissait seulement ses obligations ; en demandant une soulte, au contraire, il sollicite des rentiers un nouvel engagement. Mais cela n'empêche pas que la conversion au-dessous du pair et la conversion avec soulte soient au fond de même nature, et qu'il n'y ait entre elles qu'une différence de degré ; il serait donc assez surprenant de ne pas retrouver dans les deux cas les mêmes procédés. Sans doute il n'y a pas d'impossibilité absolue à ce qu'une conversion avec soulte se fasse au pair ; mais logiquement, cette conversion tend à être aussi une conversion au-dessous du pair.

La pratique suivie constamment en France pour les conversions avec soulte n'est donc pas purement accidentelle ; elle résulte d'une tendance, assez impérieuse pour être presque une loi, exposant le système de la soulte au défaut de toute conversion au-dessous du pair de sacrifier l'avenir au présent.

CHAPITRE II

Caractères généraux des conversions avec soulte

L'emploi presque nécessaire de fonds au-dessous du pair nous conduit à condamner les conversions avec soulte ; mais peut-être certains caractères spéciaux de ces conversions pourraient-ils contrebalancer les inconvénients de rentes au-dessous du pair. Examinons donc plus directement les conversions avec soulte, et recherchons quels autres caractères elles peuvent présenter.

Un trait qui frappe tout d'abord dans ces opérations c'est leur complexité : cet emprunt, fondé sur une réduction d'intérêt, vient très malencontreusement s'enchevêtrer dans la conversion. Pourtant il n'y a pas si longtemps en France — à peine plus d'un demi-siècle — que le mécanisme de la conversion est bien compris du public. Pourquoi risquer de fausser une notion si péniblement acquise par un mode d'emprunt tout spécial.

Bien plus, il suffit de relire les projets des diverses conversions avec soulte opérées en France, pour voir à quelles difficultés se heurte en pratique l'exposé de ce système. C'est qu'en effet, s'il faut expliquer la mesure aux

rentiers, il ne faut pas, en bonne politique, insister sur l'emprunt. Et pourtant comment faire comprendre une conversion avec soulte sans montrer l'emprunt, comme l'un de ses éléments fondamentaux ? Non seulement la combinaison est complexe, mais elle ne peut être claire, ce qui est contraire à l'un des plus importants principes des conversions. « La « première condition d'une opération de cette nature », dit M. le marquis d'Audiffret⁽¹⁾, « est de se montrer assez « simple, assez claire pour être facilement comprise par tous « les intérêts et pour mettre la loyauté de l'administration à « l'abri de tout soupçon de surprise et d'iniquité. Le pouvoir « doit surtout éviter les apparences de la violence ou de la « ruse pour l'exécution d'une entreprise dont le succès est « tout entier dans la confiance et dans la résignation de son « créancier à l'évidence d'un droit rigoureux. Toute combi-

(1) *Système financier de la France*, 3^e édition 1863, livre III, pages 31 et 317. Cf Leroy-Beaulieu. *Economiste français*, 3 juin 1893. Le budget de 1894 et les conditions probables de la conversion de la rente 4 1/2. « Une conversion est une opération des plus délicates qui, pour réussir, doit être excessivement simple : il n'y faut greffer aucune opération accessoire, aucun emprunt, aucune soulte ». *Economiste français*, 28 juin 1902. La situation financière et la conversion de la rente 3 1/2 : « Une conversion doit être une opération isolée ; il ne faut la rattacher à aucun emprunt ni demander aucune soulte. On offre au rentier l'option entre le remboursement au pair ou un intérêt réduit ; cela est simple, se conçoit bien ; c'est la seule façon de réussir. Si l'Etat a besoin d'argent, il empruntera plus tard par une opération séparée et distincte ». Cf. Tirard, dans la discussion de la conversion de 1883 (J. O. Chambre, Débats 1883, p. 722). « Dans une opération de ce genre, il faut une grande clarté, une grande franchise, une grande sincérité ».

« maison aléatoire qui ne s'expliquerait qu'aux yeux exercés
 « de l'agiotage, toute compensation entre le capital et les
 « intérêts, difficile à saisir par l'inexpérience craintive de la
 « plupart des rentiers serait plus nuisible que profitable à
 « l'Etat. »

Bien plus, les conversions avec soulte sont au point de vue financier, des mesures maladroites. Sans doute, il est d'une habile politique de se procurer des ressources sans augmenter les charges publiques ; mais cet avantage a sa contrepartie : il est fort peu prudent de faire appel à la bonne volonté de personnes qu'on vient de mécontenter. Dans une conversion avec soulte, le gouvernement ne fait pas autre chose : imposant à certains rentiers une mesure rigoureuse, la réduction d'intérêt, il s'adresse précisément à ces mêmes rentiers pour leur demander un service, un prêt d'argent ; évidemment les conditions de l'emprunt se ressentiront de la mauvaise humeur des créanciers. Cet inconvénient, pourrait-on objecter, se retrouve dans les conversions simples ; mais dans celles-ci, l'Etat reste en quelque sorte dans les limites de protection de son droit de remboursement et le service demandé aux rentiers, en acceptant le nouveau fond, est réduit à son minimum. Les conversions avec soulte aggravent sensiblement ce défaut : les demandes de l'Etat sont en parties étrangères à la conversion et le nouvel emprunt n'est aucunement indispensable.

Observons à ce sujet une curieuse particularité des conversions avec soulte. L'un des derniers progrès des conver-

sions a consisté à les rendre pour ainsi dire automatiques, c'est-à-dire qu'à défaut d'une demande expresse de remboursement dans un certain délai, les rentiers sont censés opter pour la réduction d'intérêt, supposée la plus avantageuse ; fort ingénieusement, on fait ainsi profiter la conversion de la force d'inertie des rentiers, et peut-être cet appoint n'est-il pas négligeable, quand on s'adresse à des masses assez indécises de petits porteurs. Mais la conversion avec soulte semble bien rendre inapplicable ce système avantageux. Si, dans une conversion simple, le rentier voit restreints les bénéfices de son contrat, du moins l'étendue de ses engagements antérieurs n'est-elle pas modifiée. Il n'en est plus de même si une soulte est mise à sa charge : c'est là pour lui une obligation nouvelle, et il serait contraire au droit de la faire reposer sur une interprétation très douteuse de sa volonté. La conversion n'est plus l'acceptation du fait — l'amélioration du crédit public — c'est aussi un engagement ; non expressément acceptée, elle serait presque un emprunt forcé. Reconnaissons du reste qu'il n'y a pas dans notre histoire financière d'exemples de conversions avec soulte *tacites*. Dans la conversion de 1875, la seule de nos conversions avec soulte vraiment obligatoire, les rentiers devaient expressément opter pour la conversion, et s'engager au versement de la soulte. De telles dispositions sont juridiques, mais elles constituent un recul pour le mécanisme des conversions.

Les emprunts réalisés par les conversions avec soulte présentent d'autres désavantages : ils sont soumis d'une façon

très fâcheuse à la loi d'offre et demande ; plus l'émission d'un emprunt est importante, moins le taux en est favorable ; une conversion simple jette déjà sur le marché assez de titres nouveaux, pour que la soulte n'en vienne pas ajouter d'autres (1). Il est surtout absurde d'émettre, sans nécessité, ces nouveaux titres dans les mêmes conditions que ceux correspondant à l'ancienne dette, c'est-à-dire dans une période relativement courte et certainement défavorable.

En outre, l'adjonction d'un nouvel emprunt à la conversion rend la mesure bâtarde et présente de très réels inconvénients. Conversion est en quelque sorte synonyme de baisse de l'intérêt, de progrès du crédit public ; un nouvel emprunt au contraire indique plutôt un état de gêne ; ne paraît-il pas bizarre de souder ensemble deux éléments aussi hétérogènes ; n'en résulte-t-il pas fatalement pour la mesure ainsi combinée

(1) Citons à ce sujet le fait suivant signalé par M. Raphaël Georges Lévy, dans la *Revue économique internationale* n° des 15 et 20 juillet 1908 sur les finances de la Prusse, page 40.

En janvier 1908, la Prusse tenta d'émettre du 4 % ne devant plus rapporter que 3 3/4 à partir de 1918 et 3 1/2 à partir de 1923. Cette émission eût si peu de succès qu'en avril suivant, pour réaliser un emprunt de 600 millions de marks, il fallut revenir franchement au 4 % perpétuel, et le garantir jusqu'en 1918. Suivant une tradition établie depuis de longues années, l'Empire émettait en même temps 250 millions de marks de titres semblables. Or, tandis que la Prusse obtenait seulement du syndicat des banques un prix de 98.50 %, la Bavière avait obtenu au début de mars 1908 pour un emprunt de 60 millions de marks de rente 4 % celui de 98.85 %. « Ce léger écart, ajoute M. R. G. Lévy n'indique évidemment pas une infériorité de crédit, mais la nécessité de tenter les souscripteurs par un taux d'autant plus favorable que les quantités de rentes offertes augmentent ».

un déséquilibre fondamental, une dualité irréductible. C'est précisément ce dont témoignent les faits : la conversion et l'emprunt peuvent difficilement tenir une même place dans la conversion avec soulte ; bien rarement, se trouve réalisé le concours de circonstances rendant la conversion utile par elle-même, précisément au moment où le Trésor se trouve avoir besoin d'argent. Le plus souvent, au contraire, le gouvernement se trouve amené pour y greffer l'emprunt, soit à hâter, soit à modifier une conversion, qui, indépendante, eût été entreprise dans des conditions différentes ; en un mot, dans une conversion avec soulte, l'emprunt tend à prendre une place prépondérante et la conversion à ne devenir qu'un moyen de réaliser cet emprunt (1). Cette tendance est plus ou moins prononcée suivant les cas : de la conversion de 1875, où elle est à peine sensible, à l'opération de 1862, où elle efface presque la conversion, il y a une infinité de degrés. Mais toujours elle pousse à sacrifier les principes des conversions à la productivité de l'emprunt.

A un point de vue général, les conversions avec soulte nous apparaissent également critiquables ; leur résultat final est nul puisque toute l'économie produite par la réduction

(1) Paul Leroy-Beaulieu. *Economiste français* du 12 juillet 1902. Une conversion compliquée et défectueuse. « Au lieu de considérer une conversion de dette publique, comme une opération simple et naturelle, qui découle en quelque sorte spontanément du taux de l'intérêt et du crédit de l'Etat, on la traite en expédient destiné à procurer quelques ressources subreptices et dissimulées à des budgets en plein désarroi ».

d'intérêt est absorbée par l'emprunt. Sans doute le bénéfice de la réduction d'intérêt est toujours obtenu, et il change seulement de forme en étant représenté non plus par des intérêts, mais par le capital correspondant. Mais cette transformation rend contestable une conversion même très régulière. De nombreux auteurs prétendent que, pour être légitime, une conversion doit avoir pour résultat un dégrèvement d'impôts ou une réduction de la dette publique. « Pour qu'une conversion de dette publique », dit M. Paul Leroy-Beaulieu (1), « soit vraiment utile et efficace, j'entends toujours à une grande et florissante nation, il faut que le produit de la conversion, c'est-à-dire l'économie qui en résulte, soit consacré à l'une de ces deux affectations : ou bien des dégrèvements d'impôts, ou bien l'amortissement de la dette publique. Tout autre emploi du produit d'une conversion est un leurre et équivaut en quelque sorte à l'établissement d'un impôt nouveau..... »

On a essayé, il est vrai, de ruiner ces critiques, en prétendant qu'elles se fondaient sur un examen trop superficiel des faits. L'emprunt, dit-on, était nécessaire, et si la conversion n'avait pas été possible, il eût dû être payé par une augmentation d'impôt. La conversion avec soulte conserverait donc l'économie obtenue, mais d'une façon indirecte.

(1) *Economiste français*, 6 décembre 1890. Les conversions bâtarde de dettes publiques. Voir aussi à ce sujet le résumé par M. Georges Michel de la discussion qui eût lieu le 5 mai 1891 à la Société d'Economie politique (*Economiste français* du 16 mai 1891).

L'équivalence ainsi établie n'est pas aussi certaine qu'on veut bien le dire. Le gouvernement a toujours à redouter le mécontentement des contribuables quand il doit lever sur le pays de nouveaux impôts, et il réduit ses demandes au minimum. Quand une conversion avec soulte, au contraire, lui fournit l'occasion d'emprunter à l'insu du public, le gaspillage est à redouter. « Il est à craindre, disait M. Say, que plus les gouvernements ont de facilités pour trouver de l'argent, plus ils en aient pour en dépenser. »

Quoi qu'on prétende, en effet, les conversions avec soulte sont toujours des emprunts déguisés — et c'est peut-être le plus grave grief qui puisse leur être adressé. En vain, objecterait-on que l'augmentation de la dette n'a pas été cachée au public : malgré tout, l'illusion persiste ; les contribuables se désintéressent d'une mesure n'augmentant pas directement les charges du pays, et sont favorablement impressionnés par ce mot fallacieux de conversion. L'emprunt n'apparaît jamais nettement, clairement, avec toutes ses conséquences (1). Or l'emprunt est une mesure trop grave pour être admis dans de telles conditions ; s'il est parfois inévitable, du moins la

(1) Paul Leroy-Beaulieu. *Economiste français* du 6 décembre 1890. Les conversions bâtarde de dettes publiques. « Ce système consiste à déguiser sous de beaux noms de détestables expédients. Il a pour résultat de grever subrepticement l'avenir, même un prochain avenir, et d'absorber en pleine paix, en période normale, toutes les disponibilités futures, toutes les réserves que la prudence la plus élémentaire, le patriotisme le plus manifeste conseillent de réserver pour les éventualités diverses que comporte l'avenir ».

nation doit-elle connaître complètement quelles charges, quelles responsabilités elle assume en y ayant recours.

Déjà, l'emprunt risque de fausser chez les peuples le sens de la réalité. « Avec un pareil système (celui des emprunts) », disait Gladstone, l'homme d'Etat anglais, dans un discours resté célèbre (1), « une nation ne sait réellement pas ce qu'elle fait. Les conséquences sont ajournées à un avenir indéfini. Et cependant, n'est-il pas juste que nous connaissions le prix des avantages que nous cherchons, afin que, comme il convient à des êtres intelligents et raisonnables, nous en prenions la charge sur nous-mêmes au lieu de la léguer à nos descendants ?... » Que dire d'une mesure ayant pour résultat de faire évanouir l'emprunt lui-même, ce dernier vestige de la réalité ?

Bien faibles, à côté des ces considérations, apparaissent les avantages qu'il pourrait y avoir, dans certains cas exceptionnels, à dissimuler un emprunt. Aussi bien n'y a-t-il là, très souvent, que des prétextes. Tout d'abord, aucune considération de politique intérieure ne saurait être admise à ce sujet dans les pays qui se flattent de soumettre au contrôle de tous les citoyens la gestion des finances publiques. Quant aux raisons tirées de la politique internationale, qui au premier abord font impression, elles n'ont pas grande valeur. Que par suite de certaines considérations, un Etat veuille augmenter secrète-

(1) Prononcé à la Chambre des communes le 6 mars 1854. Le passage cité est tiré de Garnier Joseph. *Traité des finances*, 3^e éd. 1872, p. 416.

ment ses armements. Il lui sera bien plus difficile de dissimuler les mesures matérielles qui en résulteront que de se procurer discrètement les fonds nécessaires. Croit-on du reste que la conversion avec soulte puisse seulement atteindre ce résultat ? Cette mesure, nécessairement rendue publique, ne trompera pas les autorités étrangères ; elle les renseignera au contraire très exactement.

Aussi, malgré la témérité de conclusions si tranchées, condamnerons-nous absolument le système des conversions avec soulte. Trop souvent les nécessités du présent créent des illusions, trop souvent une nation s' imagine être dans ces circonstances exceptionnelles, où une dérogation est permise à certains principes financiers. La conversion avec soulte n'oppose par elle-même aucun obstacle à ces entraînements, contre lesquels les dangers plus apparents de l'emprunt direct ont été souvent, hélas ! très insuffisants. Même au prix de sacrifices passagers, il faut résolument s'attacher à certaines règles que le raisonnement et l'expérience démontrent être la seule sauvegarde des véritables intérêts d'une nation, la seule garantie de sa durée.

FIN

Vu : *le Doyen*,
CH. LYON-CAEN.

Lu et approuvé : *le Président*,
RENÉ JACQUELIN.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris, L. LIARD.

TABLE

	PAGES
Préface.....	1

PREMIÈRE PARTIE

CHAPITRE UNIQUE. — Qu'est-ce qu'une conversion avec soulte?	3
---	---

DEUXIÈME PARTIE

Etude des conversions avec soulte réalisées en France

Conversion de 1862	25
Exposé	29
CHAPITRE I. — Historique	31
CHAPITRE II — Étude théorique de la conversion de 1862..	64
A Caractère facultatif	65
B Conversion au-dessous du pair.....	74
C Conversion avec soulte.....	107
Conclusion	114
Conversion de 1875	119
CHAPITRE I. — Historique	120
CHAPITRE II. — Etude critique	134
Conversion de 1887	149
CHAPITRE I. — Historique.....	150
CHAPITRE II. — Critique de la conversion de 1887....	180

TROISIÈME PARTIE

CHAPITRE I. — Rapports des conversions avec soulte et des conversions au-dessous du pair.....	194
CHAPITRE II. — Caractères généraux des conversions avec soulte	199

Angers. — Imp. J. Siraudeau. — 09-6129
